

# 投資環境見通し

2019年春号

野村アセットマネジメント

---

## 3 グローバル環境

世界経済の緩やかな減速が続く中、政策はやや緩和方向へ

---

## 5 景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

---

## 6 リスク要因

ダウンサイドリスクが高まる一方で、持続的景気拡大の可能性は低下

---

## 7 各国経済・市場見通し

---

## 9 米国

緩やかな成長鈍化が見込まれる中、金融政策を巡る不確実性は低下

---

## 11 Box1:米国経済の上振れ・下振れリスクシナリオ

---

## 13 ユーロ圏

政策対応余地が限られる中、イベントリスクに注意

---

## 15 日本

景気・物価下振れリスクにさらされる中で金融政策動向に注意

---

## 17 中国

刺激策によって景気は安定に向かうが、大幅加速は見込みにくい

---

## 19 Box2: 中国の景気刺激策

---

## 21 新興国

外部環境の変化に伴い、国・地域の景況感格差は広がりやすい

---

---

## 23 Box3:2019年の新興国の選挙と政治情勢

---

## 25 債券・クレジット市場

米10年債利回りは大きく低下も、追加低下余地は当面限定的

---

## 26 株式市場

企業業績の下方修正は概ね進んだが、本格反発はまだ見込みにくい

---

## 27 為替市場

米国と他国の景況感格差が残る中、米ドルは当面高止まり

---

## 28 各国見通し

---

# グローバル環境

## 世界経済の緩やかな減速が続く中、政策はやや緩和方向へ

### 米国の早期利上げ停止で景気急減速リスクは低下も、減速基調は変わらず

2018年以降、世界景気は減速を続けている。昨年、財政措置などに支えられて好調が続けてきた米国でも、年末年始を挟んで生じた政府機関の一部閉鎖などの影響もあって、2019年入り後は企業や家計のセンチメントの悪化が徐々に見られ始めた。世界景気減速の主因となった欧州や中国では、足元漸く底打ちの兆しが見え始めてきたものの、その勢いは依然として鈍い。世界経済の急激な悪化は当面生じないだろうが、全体としての緩やかな減速は続くだろう。

世界的に需要が力強さを欠く中で、インフレ懸念は急激に後退している。先進国では、好調な雇用環境を背景に賃金上昇が続いているものの、これがインフレ上昇には繋がっていない。特に米国では、貿易摩擦への懸念を背景に一時高まったインフレ期待は急激に低下した。新興国でも、食料品価格の低下などを主因にインフレ率は低下している。

### 政治・政策を巡る不確実性は完全に払拭されるには至らない

金融市場のセンチメントは改善方向に向っている。中国の政策対応による景気安定化期待に加えて、FRBの政策転換、米中貿易摩擦激化懸念の後退などが背景にある。しかし、これらが世界景気の見通しを改善するには至らないだろう。中国の政策対応は、過剰債務などの構造的制約の中で抑制的なものに留まっている。既に政策金利水準が中立程度に達した中でのFRBの政策転換も、さほど景気刺激的には作用しない。米中貿易交渉は何らかの合意に至るとの期待は高まっているものの、大統領選挙を控える米国が対中強硬姿勢を崩すのは容易ではなく、両国間の摩擦を完全に払拭するには至らないだろう。

また、政治を巡る不確実性も依然として残る。米国では、トランプ大統領と議会との溝が深まりつつあり、政策実行力が弱まっている。英国の欧州連合（EU）離脱問題、欧州各国で

こうした環境下、主要国の金融・財政政策は徐々に緩和方向に向うだろう。バランスシート縮小停止に向かう米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ再開は、当面視野に入らない。ユーロ圏や日本は政策余地が限られることから、目立った緩和策は採られないだろうが、金融政策正常化や利上げの議論は後退するだろう。多くの新興国は、金融市場安定化とインフレ低下を背景に利下げに転じるだろう。これらの動きは、市場流動性の引き締まりを回避する方向に作用するだろう。また、財政政策面でも、既に減税に踏み切った中国に加えて、ユーロ圏でも緩和的な措置が採られる公算は高い。

各国で政策的な逆風が和らぐことで、世界景気の下リスクは後退した。一方で、景気再加速を生じさせる要因には乏しく、世界の成長率は徐々に潜在成長率並みに低下してゆくだろう。

の政治リスクの高まりや一部新興国でのポピュリスト的政権の誕生などによる政策不確実性も払拭されてはいない。これらの問題が深刻化すると懸念は後退しつつあるものの、楽観視できる状況でもない。

世界景気が想定以上に悪化した場合などにおける政策余地も大きくない。米国以外の主要先進国・地域では、異例な金融緩和からの正常化が殆ど進んでおらず、追加緩和余地は限定的だ。財政面でも、米国や欧州などでは政治的な制約から景気下支えが迅速になされない、もしくは各国間での政策協調が困難をきたす可能性がある。昨年以降、中国や米国の政策は世界景気を下支えする方向に向ったが、ここからの追加的な余地は各国とも大きくない。政治・政策を巡る不確実性などによる景気下振れリスクに対して、世界経済は依然として脆弱だといえよう。

図1：主要国の実質GDP成長率見通し

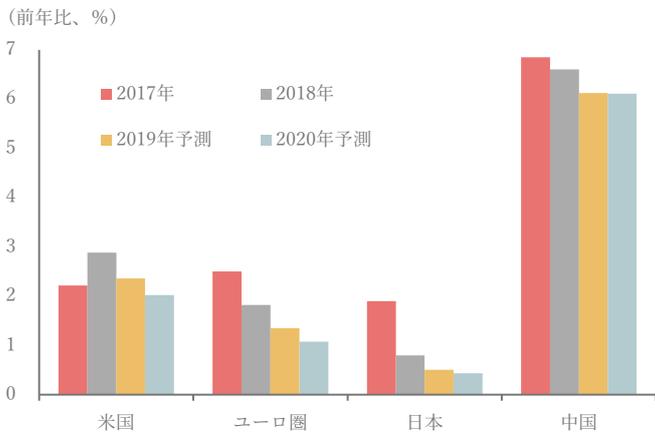


図2：先進国・新興国のインフレ率の推移



図3：世界貿易の推移



図4：主要国の消費者信頼感指数の推移

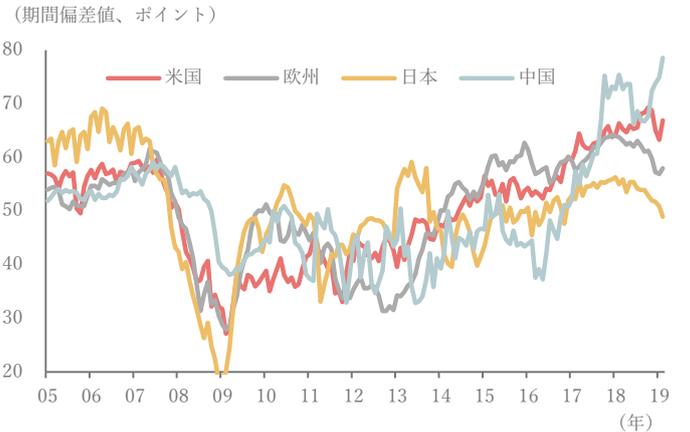
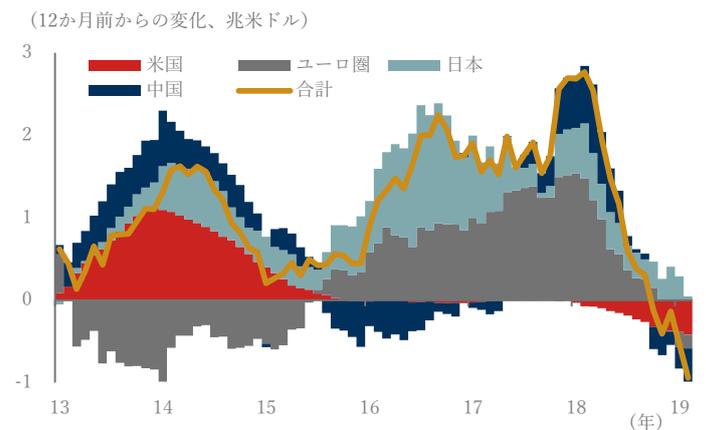


図5：製造業購買担当者指数 (PMI) の推移



図6：主要国の中銀バランスシート規模の変化



出所

図1：Oxford Economics、野村アセットマネジメント

図2：Bloomberg、CEIC

図3：Bloomberg

図4：CEIC

図5：IHS Markit

図6：CEIC

# 景気循環

## 世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

### 地域間の景気格差が縮小

世界景気循環は、勢いに欠く展開を続けている。経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLI）で見た世界景気循環は、2017年末をピークに、2018年から2019年1月までにかけて、減速から停滞局面へと推移してきた。

足元、ほぼ全ての先進国・地域の景気循環は停滞局面に位置している。これは2018年前半の状況と大きく異なる点だ。2018年前半は、欧州や日本が景気減速局面に移る一方で、米国は堅調を維持し、結果として世界全体の景気の悪化は回避されてきた。しかし、2018年後半以降は、米国景気も軟調に転じ、欧州や日本と同じ景気停滞局面まで進んできた。米国景気が軟調に転じた背景には、企業業績の伸びの低下、減税効果の剥落などが考えられる。特に減税は、2018年前半に米国のみが景気循環上異なる位置にいた要因だったといえるだろう。

### 循環的にはリスク資産が優位だが

世界景気が停滞局面に留まる足元の環境は、金融市場におけるリスク資産の魅力の高まりを示唆している。景気が底に近づき、反発に転じる可能性が高まっていることが背景だ。実際、世界景気が3ヵ月前から同局面に位置している中、足元では株式市場の反発も見られるようになってきた。

しかし、こここのところの株式市場の回復は、米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げ休止や、米中貿易摩擦の激化回避に対する期待などの要因によるものも大きい。過度の悲観が後退したに過ぎないとの見方もできる。世界需要など実体面の回復が伴わなければ、これらの政策効果は短期間で剥落する可能性もあるだろう。

図1：OECDの世界景気先行指数（CLI）

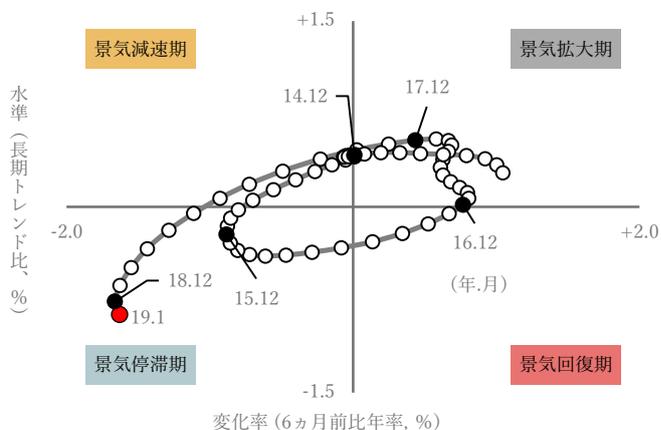


図2：各国の景気循環上の位置

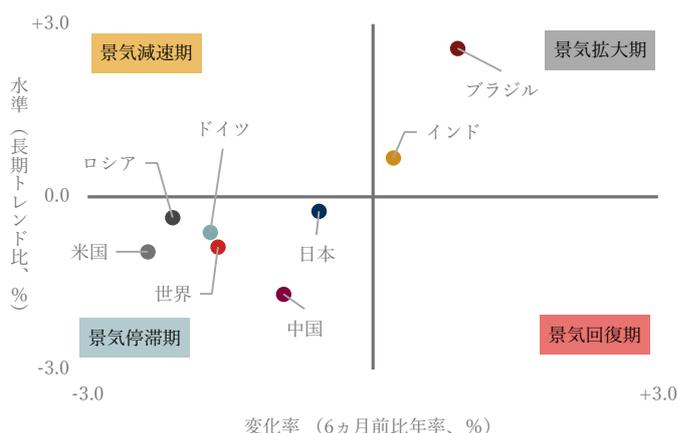
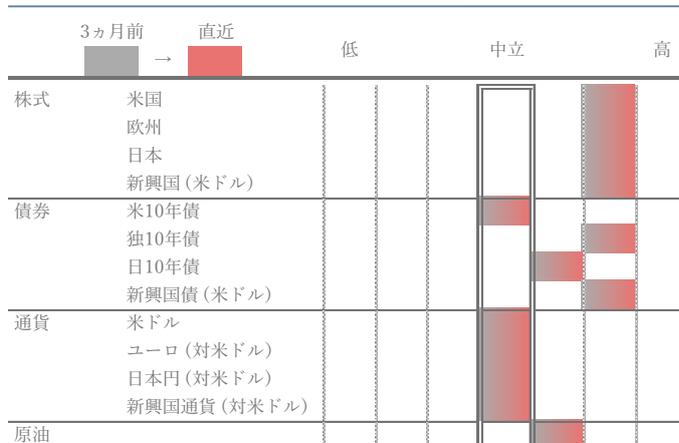


図3：定量的に算出した資産別魅力度



出所

図1：経済協力開発機構（OECD）

図2：OECD

図3：OECD、Bloomberg

# リスク要因

ダウンサイドリスクが高まる一方で、持続的景気拡大の可能性は低下

## 高まる政治・政策の不確実性

先行き6か月から1年程度の間的主要想定に対する主なリスクシナリオとしては、以下のものが挙げられる。

- ① 中国の大規模景気刺激：中国で想定以上の景気刺激策が発動されることで、中国景気が急回復。欧州やアジアでも、対中輸出の回復が国内需要の改善に繋がる。世界景気が減速から回復に向かい始めることで、新興国を中心に株価は上昇に転じる。米国の利上げ再開が視野に入り始める中で、世界的に長期金利も徐々に再上昇する。
- ② 世界景気の急減速：欧州景気の減速が続く中でも欧州中央銀行（ECB）が実効的な緩和策を講じられないことで、世界需要の一段の減速を引き起こす。世界的にリスクセンチメントは悪化し、株価は調整に転じる。米国では、利下げ期待の高まりで米長期金利は低下し、米ドルが下落。世界景気悪化とリスクオフの中で特に日本円には上昇圧力が高まる。
- ③ 金融市場の好調継続：世界的に金融政策が緩和的に転じる中で、低金利環境が株式・クレジット市場の好調を促す。長期金利は低位安定する中、クレジット・スプレッドも縮小。企業業績はさほど改善しない中でも、株価はバリュエーションを切り上げる形で上昇し、やや金融バブル的な様相を呈する。
- ④ クレジットイベント発生：米国の長短金利逆転などに対する警戒感が高まる中、電子取引やクオンツ運用などの増加を背景に、これまでにない流動性の急激な枯渇が生じる。リスク資産は全般に大きく調整を余儀なくされる。政策対応余地が限られる中、その発動には時間がかかり、これが金融市場の混乱に拍車をかける。

図1：主要想定に対するリスクシナリオ

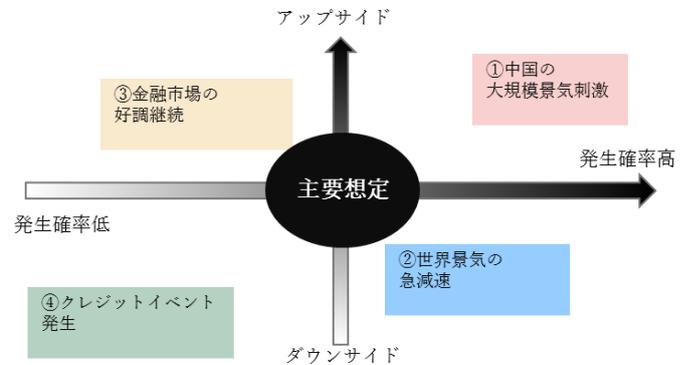


図2：経済サプライズ指数

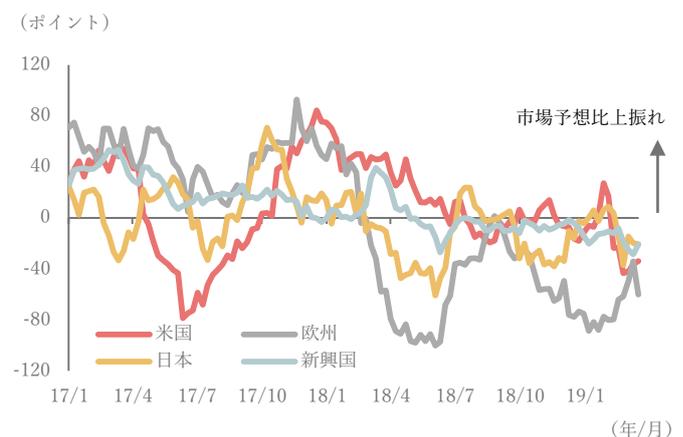


図3：株式市場の先行き不透明性（VIX指数）



出所

図1：野村アセットマネジメント  
図2：Bloomberg  
図3：Bloomberg

## 各国経済・市場見通し

		2019				2017	2018	2019	2020	
		Q1	Q2	Q3	Q4			予測	予測	
		予測	予測	予測	予測					
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.8	2.8	2.9	3.0	3.4	3.3	2.9	2.9
	先進国	*2	1.1	2.1	2.0	1.6	2.3	2.2	1.7	1.6
	新興国	*1,*3	4.5	4.6	4.8	5.0	5.3	5.0	4.7	4.8
	米国		1.1	2.6	2.3	2.3	2.2	2.9	2.4	2.0
	ユーロ圏		1.5	1.7	1.7	1.5	2.5	1.8	1.3	1.1
	日本		0.2	1.2	1.2	-1.6	1.9	0.8	0.5	0.4
	中国	*1	6.2	6.0	6.1	6.3	6.9	6.6	6.1	6.1
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.0	2.2	2.1	2.3	2.1	2.4	2.1	2.2
	先進国	*2	1.5	1.6	1.5	1.7	1.8	2.0	1.6	1.6
	新興国	*3	2.9	3.1	3.1	3.2	2.7	3.1	3.0	3.1
	米国		1.5	1.8	1.8	1.9	2.1	2.4	1.8	2.0
	ユーロ圏		1.4	1.2	1.1	1.2	1.5	1.8	1.2	1.1
	日本	*5	0.8	0.6	0.5	0.7	0.5	0.8	0.6	0.6
	中国		1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	2.1	1.8	1.8
政策金利 (%)	米国	*6	2.50	2.50	2.50	2.50	1.50	2.50	2.50	2.25
	ユーロ圏	*6	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	2.50	2.40	2.40	2.40	2.80	2.70	2.40	2.10
	インド		6.25	6.00	6.00	6.00	6.00	6.50	6.00	6.00
	インドネシア		6.00	6.00	6.00	5.75	4.25	6.00	5.75	4.50
	ブラジル		6.50	6.50	6.50	7.00	7.00	6.50	7.00	7.00
	メキシコ		8.25	8.25	8.00	7.75	7.25	8.25	7.75	5.75
	ロシア		7.75	7.75	7.75	7.50	7.75	7.75	7.50	6.75
トルコ		25.50	24.00	22.00	20.00	12.75	24.06	20.00	16.00	
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.41	2.50	2.60	2.60	2.41	2.68	2.60	2.50
	ドイツ		-0.07	0.00	0.10	0.10	0.43	0.24	0.10	0.00
	日本		-0.08	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,834	2,810	2,830	2,840	2,674	2,507	2,840	2,980
	ユーロ300		1,492	1,460	1,480	1,500	1,530	1,331	1,500	1,550
	TOPIX		1,592	1,610	1,640	1,660	1,818	1,494	1,660	1,730
	MSCI EM (\$)		1,058	1,030	1,060	1,090	1,158	966	1,090	1,170
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.12	1.12	1.10	1.10	1.20	1.15	1.10	1.15
	日本円/米ドル		110.9	110.0	108.0	108.0	112.7	109.7	108.0	105.0
	人民元/米ドル		6.71	6.80	6.90	6.90	6.51	6.88	6.90	6.70
	インドルピー/米ドル		69.4	70.0	70.0	70.0	63.8	69.6	70.0	70.0
	インドネシアルピア/米ドル		14248	14200	14200	14200	13588	14417	14200	14200
	ブラジルレアル/米ドル		3.9	3.8	4.0	4.0	3.3	3.9	4.0	3.8
	メキシコペソ/米ドル		19.4	19.0	19.0	19.0	19.7	19.7	19.0	18.0
	ロシアルーブル/米ドル		65.3	65.0	65.0	65.0	57.7	69.6	65.0	63.0
	トルコリラ/米ドル		5.6	5.8	6.1	6.3	3.8	5.3	6.3	7.0

(注) 1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は7日物レポレート期中平均値、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものは実績値を優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント



# 米国

## 緩やかな成長鈍化が見込まれる中、金融政策を巡る不確実性は低下

### 利上げ局面終了の確度が高まる

2018年の実質GDP成長率が+2.9%と高成長を記録した米国経済だが、2019-2020年の成長ペースは緩やかに減速するだろう。2018年の成長率押し上げに寄与したトランプ政権による財政拡張政策の効果が剥落していくことに加え、既にGDP比で高水準にある設備投資の更なる加速は難しいこと、これまでの金融引き締めや政策不確実性の高まりの影響が残るであろうことなどが景気抑制に働くと考えられる。一方、米国経済の急減速は回避できよう。個人消費を取り巻く雇用・所得環境は底堅く推移しており、家計の貯蓄率には引き下げ余地もあるためだ。加えて、金融・財政両面からの景気刺激策が発表されている中国の景気安定化が世界的な景況感の改善に繋がれば、米国経済にも好影響があるだろう。

3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、2019年の政策金利見通しが大幅に下方修正された。2019年中の利上げは、昨年12月時点で

は2回が示唆されていたが、今年3月時点では利上げなしを予想する向きが大勢となった。2020年については中央値では1回の利上げが予想されているものの、全体としては利上げ局面終了を意識させる内容だ。米連邦準備制度理事会（FRB）のバランスシート縮小が9月末で停止されることも併せて発表された。9月以降は、3.5兆米ドルをやや上回る規模でバランスシートが当面維持されることになる。

FRBの発表を受けて、短期的な金融政策を巡る不確実性は低下した。利上げ局面は終了したと見てよいだろう。今後、利上げが再開されるには、①インフレ率・インフレ期待が上昇する、②景気後退の前兆とされる長短金利差逆転をFRB自らが作り出さないように、長期金利が3%超に上昇しながらも株式市場は堅調である、ことなどが必要になるだろう。これらの要件を満たすハードルは高い。

### 警戒感はやや後退しているが依然として燻り続ける政治リスク

米国議会は上下両院で多数党が異なる「ねじれ」議会の下、予算失効により、1月下旬まで過去最長の一部政府閉鎖が生じた。今後は、3月に適用停止期限を迎えた債務上限問題の動向も注目されよう。2020年に大統領選挙を控える中、両党・大統領が協力してインフラ投資などの景気を加速させる財政措置を決定する可能性は低い。このため、政策面からの景気上振れリスクは生じにくい。

一方、通商政策では、①対中貿易摩擦、②自動車輸入関税、③米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）などが俎上にある。①、②については米国がより強硬姿勢をとるリスク、③に関しては議会承認が得られないリスクがあるが、これに対する懸念は和らぎつつある。しかし、大統領選挙を見据えたトランプ大統領が強硬姿勢を強めたり、議会との対立を激化させるリスクは依然として残る。

### 米国経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	2.2	2.9	2.4	2.0
個人消費	2.5	2.6	2.5	2.3
住宅投資	3.3	-0.2	-1.1	2.5
設備投資	5.3	7.0	3.0	1.6
政府支出	-0.1	1.5	1.6	1.3
純輸出（寄与度）	-0.3	-0.2	-0.5	-0.2
消費者物価	2.1	2.4	1.8	2.0
同コア	1.8	2.1	2.2	2.1
経常収支（GDP比）	-2.3	-2.3	-2.5	-2.4
失業率	4.4	3.9	3.9	4.2
FF誘導目標上限	1.50	2.50	2.50	2.25

\* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

図1：実質GDP成長率の推移

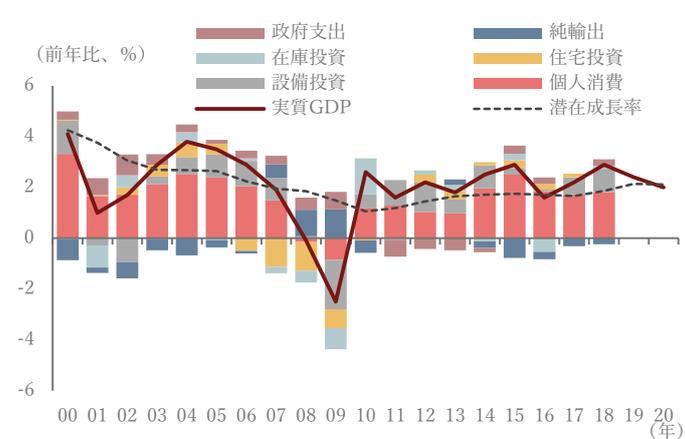


図2：中国・米国の製造業景況感

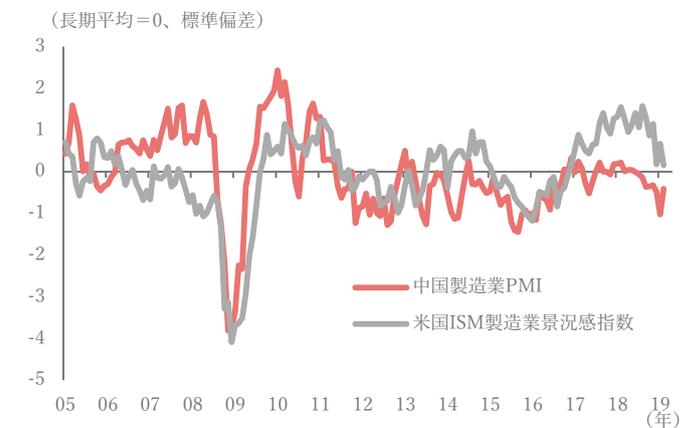


図3：パートタイマー比率と賃金上昇率

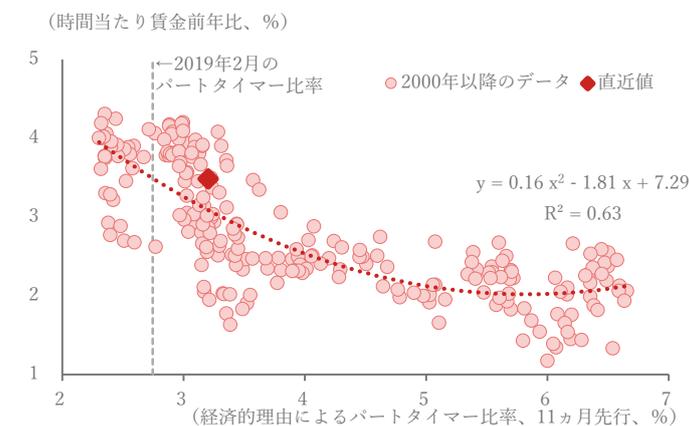


図4：インフレ期待とインフレ率

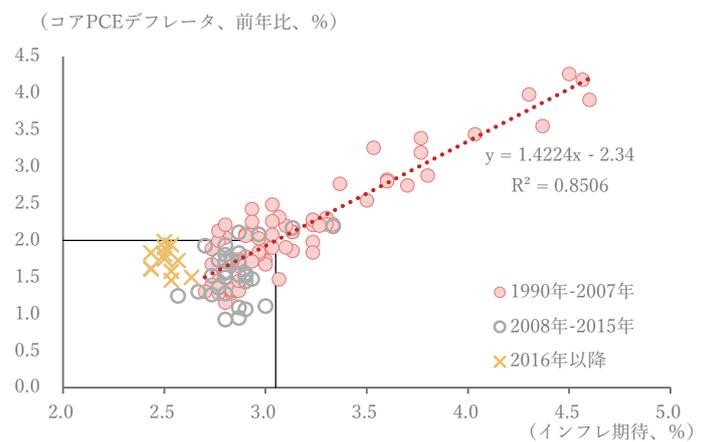
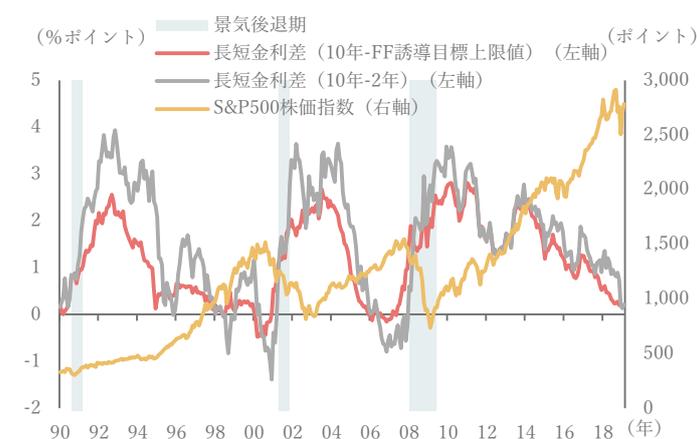


図5：長短金利差と株価



出所

図1：米商務省、米議会予算局 (CBO)、コンセンサス・フォーキャスト

図2：IHS Markit、CEIC

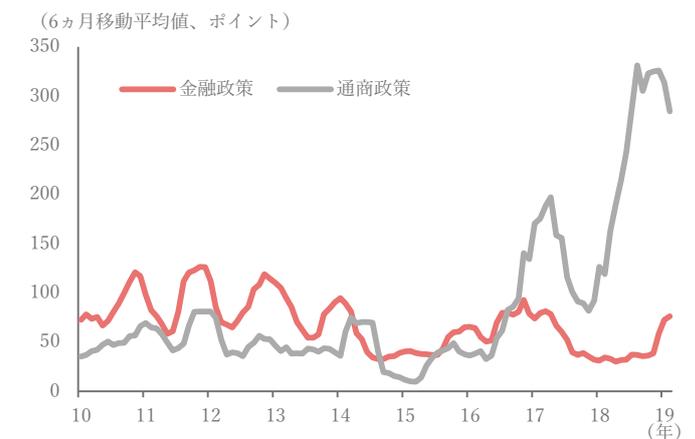
図3：CEIC

図4：CEIC

図5：Bloomberg、全米経済研究所 (NBER)

図6：Economic Policy Uncertainty

図6：政策不確実性指数



## Box1:米国経済の上振れ・下振れリスクシナリオ

米国経済成長率は今後緩やかに鈍化すると見込むが、これが想定以上に上振れ・下振れする可能性もある。

米国経済の上振れシナリオとしては、「米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め休止や、これに影響される形での主要中銀の金融政策正常化の後退が緩和的な金融環境を長期化させ、実体経済・金融市場に影響する」可能性が考えられる。ただし、これは金融緩和強化までは想定されないため、景気再加速というよりは景気を長持ちさせる程度のシナリオと言えよう。

米国景気の再加速に繋がり得る米国経済上振れシナリオとしては、「政策刺激によって中国経済が2019年央に安定化することで米国経済も浮揚される」ということが想定され得る。中国経済から米国経済への波及経路としては、①景況感ルート：景況感の明確な持ち直しによる金融市場のリスク許容度の高まりが株価上昇に繋がり、資産効果によって米国の個人消費が加速、②実体経済ルート：世界貿易量の回復が米国輸出の増加に繋がり、これが米国の内需に波及、といったものが考えられる。

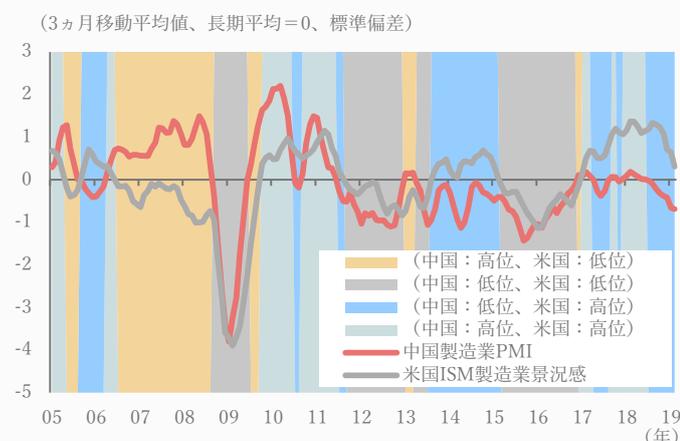
①景況感ルートの発現の有無を考えるにあたっては、中国と米国の製造業景況感指数の長期平均対比水準の組み合わせと、それによる米国株の推移を考察するのが有効だ（図1参照）。現状の製造業景況感指数は中国は「低位」、米国は「高位」という組み合わせだが、通常はここからともに「低位」に移行する傾向がある。

米中共に製造業景況感指数が「低位」に移ると、当初は株価の月次平均リターンは低く、株価変動が大きいですが、その後は株価が上昇に転じる傾向がある。この傾向に基づけば、今後米国の製造業景況感指数が低下したとしても、そこから中国経済の持ち直しが明確化し始めれば、米国株価は上昇に転じる可能性がある。

一方、②実体経済ルートの発現の有無を考えるにあたっては、中国などの米国以外の国の需要増が米国の景気を大きく浮揚させ得るのか否かが重要だ。過去の米国の個人消費・設備投資と世界貿易量との間の先行・遅行関係は、「米国の個人消費→世界貿易量→米国の設備投資」の順となっている。即ち、構造的には世界貿易量増を生じさせる背景には米国の個人消費増があり、これらの恩恵を受ける形で米国の設備投資も拡大する傾向があった。米国の外需依存度は低いといえ、外生的に輸出が増加したとしても、それが米国内需の拡大に繋がっていく可能性は低そうだ。

中国を起点に米国景気上振れシナリオを考えた場合、景況感の好転がリスク資産価格の上昇に寄与する可能性は相応にある。しかし、それが実体経済の再加速に繋がっていくには、中国が「安定化」以上に、「世界経済を牽引する」くらいまで加速することが必要だろう。しかし、今のところ、中国はそこまで経済を大幅に浮揚させる政策を採っていない（Box2参照）。

図1：中国・米国の製造業景況感指数

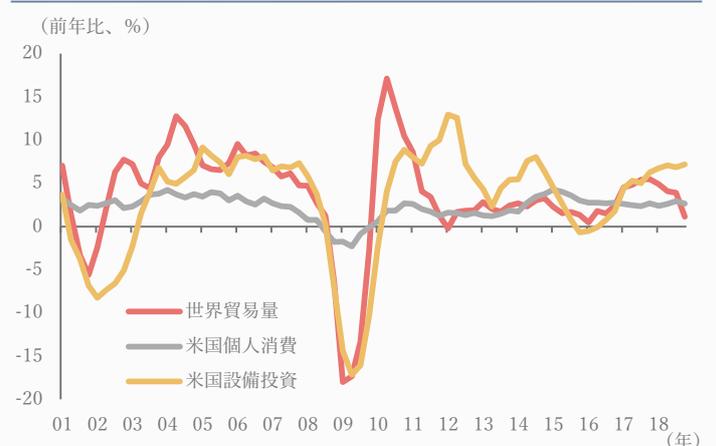


出所

図1：IHS Markit、CEIC

図2：オランダ経済政策分析局、CEIC

図2：世界貿易量と米国の内需



一方、米国経済の下振れシナリオとして考えられるのは、米国外経済の減速、通商交渉の行方、政府債務上限問題などがある。

上下両院で多数党が異なる「ねじれ議会」の下、債務上限引き上げ問題が長引けば、経済の重石になると考えられよう。実際、米議会予算局（CBO）は、2018年12月から1ヵ月以上に亘って生じた一部政府閉鎖により、2018年10-12月期、2019年1-3月期の実質GDP成長率はそれぞれ年率▲0.2%pt、▲0.4%pt押し下げられたとしている。米国会の意思決定の遅れが繰り返されれば、景況感の悪化等を通じて経済に一層の悪影響が表出する可能性もある。

しかし、最も注意を要するのは異例な金融緩和の中で抑圧されてきたリスクプレミアムの反転と企業部門で蓄積されてきた債務調整の悪循環が生じることだろう。これまで米国では、超緩和的な金融環境の下で株式や社債価格が上昇(利回りは低下)してきた。この間、先の金融危機の原因ともなった家計部門の債務は健全だった一方、企業は社債発行などを通じて債務を過去最大規模まで蓄積してきた。

足元では、銀行の企業向け融資基準は厳格化に転じ、クレジットスプレッドも拡大している。一般に、景気が堅調なときは企業の債務返済能力も高いため、スプレッドが小さいことは正当化される。しかし、ひとたび景気が減速に転じれば、スプレッドは拡大しやすい。この企業の資金調達コスト上昇は、設備投資抑制に繋

がり、景気をさらに冷やしかねない。経験則的にもクレジットスプレッドの前年差の拡大が、半年程度先行して景気減速を示唆していることも留意したい。

異例な金融緩和期に債務を膨らませた企業部門については、注意すべき点が多い。企業の債務拡大が主に社債発行によるもので、銀行融資に依存していないことから、銀行の決済機能不全で景気後退が深刻化したリーマンショックのような状況は回避できるだろう。しかし、過去に低金利で発行された社債の大量償還が控えていることもあり、今後は企業の資金調達コスト上昇は不可避だろう。これが企業債務の調整や設備投資の抑制を通じて米国経済を想定以上に下振れさせる可能性は一定程度あるだろう。

図3：一部政府閉鎖の実質GDP成長率への影響

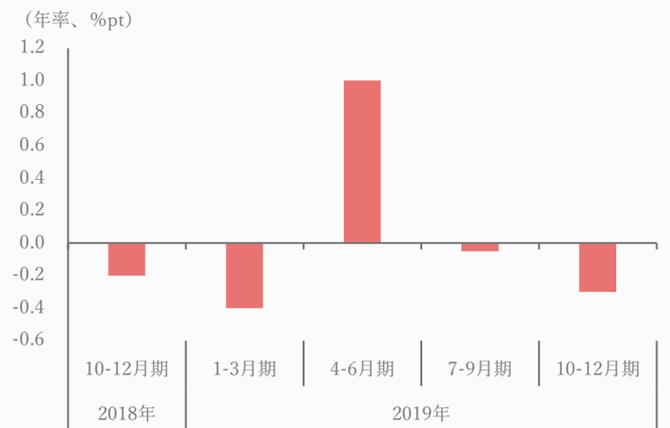


図5：クレジットスプレッドと成長率

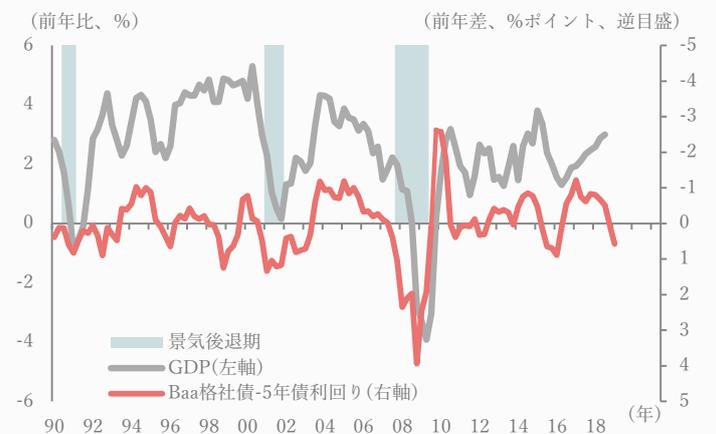
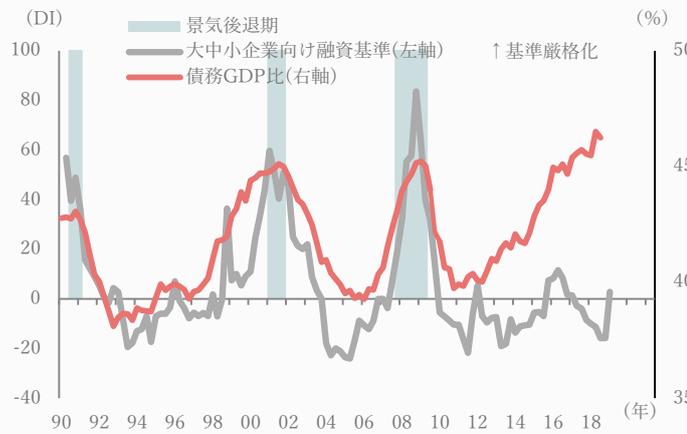


図4：米非金融企業の債務と融資基準



出所

図3：米議会予算局（CBO）

図4：Datastream, 全米経済研究所（NBER）

図5：Datastream

# ユーロ圏

## 政策対応余地が限られる中、イベントリスクに注意

### 景気安定化の兆しが見えてきたものの、緩やかな減速基調は継続する見込み

ユーロ圏経済は、2018年以降減速を続けている。2017年の高成長を支えた輸出が失速を続けていることに加え、新規制導入に伴うドイツ自動車セクターへの影響なども追加的な重石となっている。こうした背景から、2018年後半には前期比年率の成長率が1%を下回るなど、景気減速感がさらに強まった。

2019年に入ってから、ドイツを除く主要3カ国の生産が持ち直すなどようやく安定化の動きも見られ始めた。しかし、世界貿易が本格的に再拡大へ向かう可能性が低いこと等を踏まえれば、ユーロ圏景気の緩やかな減速傾向は今後も続くだろう。こうした中、中国で景気安定化策が相次いで打ち出されていることや、ユーロ圏の財政・金融政策が概ね緩和的となると想定されることは、域内景気を下支えすると見られる。ユーロ圏経済が近い将来に景気後退に陥る可能性は限定的である。

欧州中央銀行（ECB）は、3月の理事会で2019年以降の成長率及びインフレ率見通しを引き下げると同時に、政策金利に係るフォワードガイダンスの修正や、貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTROⅢ）の導入を含む追加緩和策を発表した。ECBは、今後景気の持ち直しを確認するまでは様子見の姿勢を維持するだろう。今回修正されたフォワードガイダンスで「少なくとも2019年末まで」現状の低水準を維持するとしている政策金利の引き上げは、2020年に至っても行われまいだろう。

政治リスクや銀行セクターの不良債権問題といった火種を抱えるイタリアの動向には、引き続き注意が必要だ。足元、イタリア国債スプレッドは小康状態にあるものの、何らかのきっかけでこれが再拡大する場合には、金融環境の悪化を通じて、既に低迷しているイタリア景気をさらに下押しする可能性がある。

### 政治情勢や通商問題を巡るリスクに注意が必要

2019年も、欧州の政治リスクが意識される年となりそうだ。5月下旬に予定される欧州議会選挙では、ポピュリスト政党の躍進がどの程度進むのかに注目が集まる。4月の前倒し総選挙実施が決まったスペインでも、極右政党VOXが反移民等の主張を背景に支持を拡げており、同国におけるポピュリスト勢力拡大に対する市場の懸念は高まっている。

欧州各国での政治の混乱は、政策対応の遅れや不足を通じて域内景気の下振れリスクを増幅する可能性がある。米国との通商交渉や英国の欧州連合（EU）離脱に対するEUの方針を決めるためには、加盟国の合意が必要となるためだ。特に、独仏など域内諸国の利害対立により、米国との通商交渉が難航する場合には、米国が自動車関税の引き上げ等を実行に移すリスクが高まる。こうした場合には、ユーロ圏成長率は大きく押し下げられよう。

ユーロ圏経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	2.5	1.8	1.3	1.1
個人消費	1.7	1.3	1.1	1.2
住宅・設備投資	2.9	3.1	2.4	0.3
政府消費	1.2	1.0	1.6	1.5
純輸出（寄与度）	0.8	0.2	0.0	0.2
消費者物価	1.5	1.8	1.2	1.1
同コア	1.0	1.0	1.2	1.1
経常収支（GDP比）	3.2	3.0	3.3	3.4
失業率	9.1	8.2	7.8	8.2
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40

\* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

図1：主要国の製造業景況感指数の推移

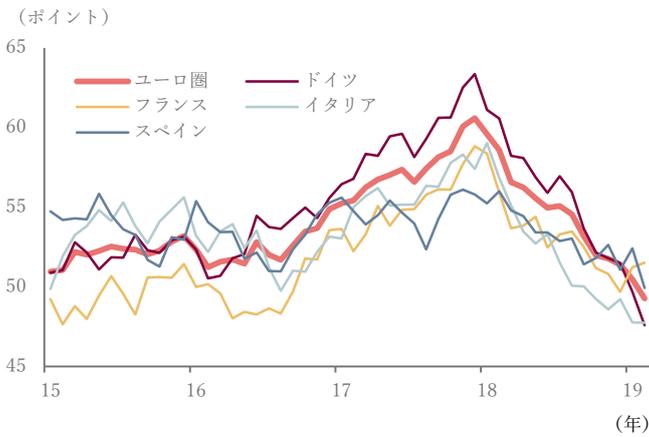


図2：実質交渉賃金と個人消費の推移

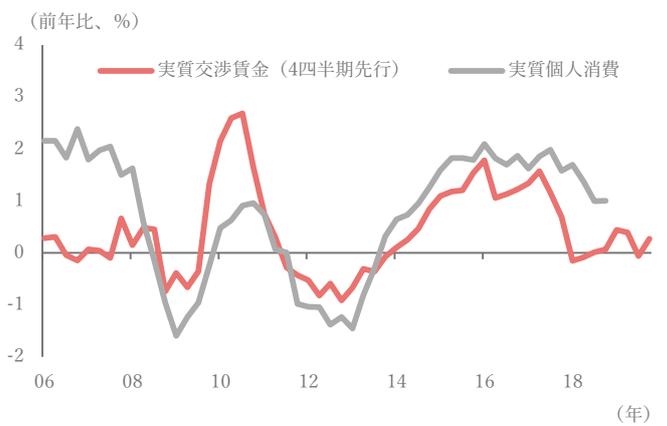


図3：輸出数量と輸出受注指数の推移

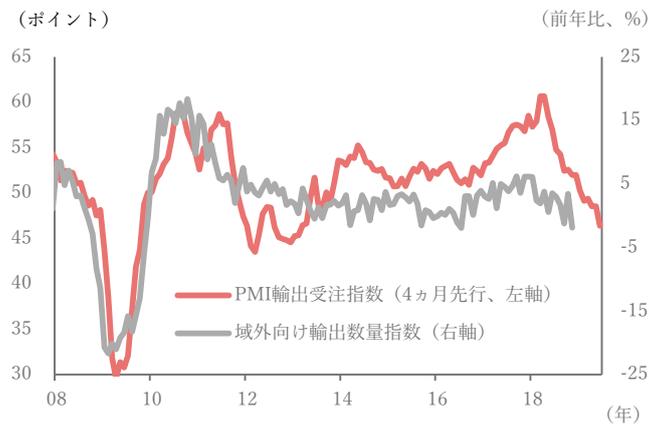


図4：構造的財政基礎収支変化とGDPギャップ

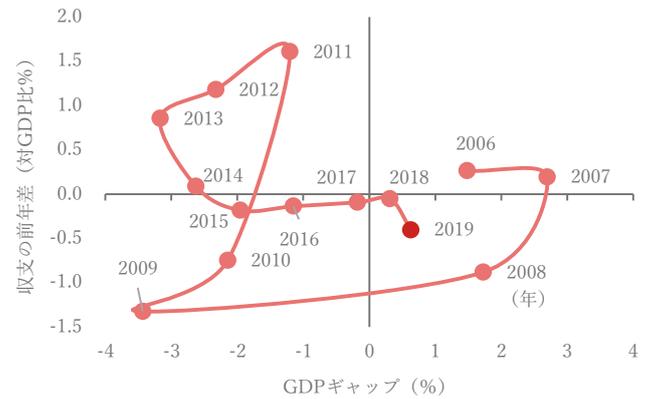


図5：伊銀行の信用基準変化と伊国債スプレッド

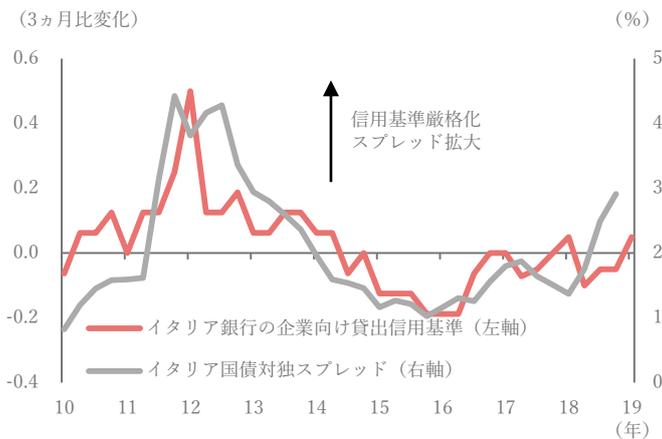
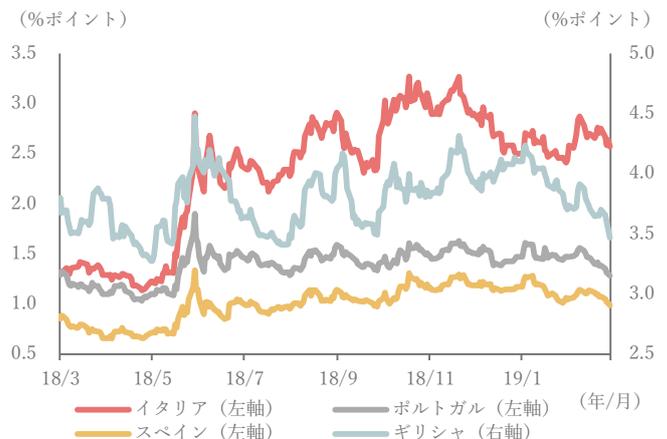


図6：南欧諸国10年国債の対独スプレッド



出所

- 図1：IHS Markit
- 図2：CEIC
- 図3：欧州中央銀行（ECB）、IHS Markit
- 図4：欧州連合（EU）
- 図5：CEIC、Bloomberg
- 図6：Bloomberg

# 日本

## 景気・物価下振れリスクにさらされる中で金融政策動向に注意

### 景気・物価の下振れリスクを警戒、金融政策はいずれの方向にも動きにくい

内閣府は、2019年1月の景気動向指数を基に、景気の基調判断をこれまでの「足踏み」から「下方への局面変化」に引き下げた。日本経済は数ヵ月前に既に「景気の山」を越えていた可能性が高いことが示唆された形だ。

今後の日本経済を下支えする可能性があるのは、個人消費と政府支出だろう。しかし、個人消費には下振れリスクがある。足もと低下してきている消費者センチメントが、2019年10月の消費増税によって予想以上に悪化しえるためだ。こうした中、外需環境の改善が見られるか否かは重要だ。法人企業景気予測調査によれば、2019年度下期の設備投資は前年比減となる見込みだ。設備投資計画は年度中に上方修正される傾向があるものの、輸出の鈍化が長期化すればこの実現は遠のく。輸出環境が改善に向かうためには、中国経済の安定化が確認できるか否かが注目されよう。

インフレ率は当面は総じて横ばい圏で推移しよう。消費増税による押し上げがある一方で、教育無償化や携帯電話料金の引き下げといった政策的な要因等による押し下げも生じるためだ。基調的なインフレ率は低位で推移しよう。政策的な押し下げ要因がインフレ期待低下に繋がれば、日本銀行の2%の物価安定目標は一層遠ざかる。

景気・物価の不透明感が高い中では、日本銀行が金融政策正常化に本格的に舵を切るとは難しい。他方、景気・物価の下振れリスクが高まると追加金融緩和の議論が過熱しやすい。しかし、追加金融緩和余地は限定的だ。このため、需給ギャップのマイナス化やインフレ期待の低下といった物価の「モメンタム」が悪化したとしても、日本銀行はそれが一時的か否かを見極めるであろうことから、即座に追加緩和策が出てくる可能性も低い。

### 7月の金融政策決定会合が重要度を増す可能性

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策スタンスのハト派化を受けて、日本銀行が金融政策正常化と見做される政策調整を行うことは難しくなった。ただし、現状のような為替市場の安定が続けば、日本銀行が政策持続性強化を掲げ、政策柔軟化の「好機」を狙う可能性は残る。2019年中の「好機」は参議院選挙を終えた後の7月末の金融政策決定会合が有力だろう。それ以前は世界経済に不確実性が残る。一方で、2019年後半は消費増税の直前直後となる。夏場にかけては、消費増税が不確実性の一つとして例示されている政策金利のフォワード・ガイダンスの修正も必要となる。7月にまでに世界経済に対する過度な悲観論が後退すれば、日本銀行はフォワード・ガイダンスの強化とイールドカーブ・コントロールの柔軟化を組み合わせ、持続性強化策として表明する可能性が残る。

日本経済見通し

	2017	2018	2019 予測	2020 予測
実質GDP	1.9	0.8	0.5	0.4
個人消費	1.1	0.4	0.9	-0.1
住宅投資	2.1	-5.7	-0.1	-5.8
設備投資	3.9	3.9	0.9	0.6
政府消費	0.3	0.8	1.6	1.2
政府投資	0.7	-3.2	-0.8	3.7
純輸出（寄与度）	0.6	0.0	-0.3	0.3
消費者物価（コア）	0.5	0.8	0.6	0.6
経常収支（GDP比）	3.5	3.5	3.3	3.7
失業率	2.8	2.4	2.4	2.3
政策金利残高付利金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

\* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

(出所) 野村アセットマネジメント

図1：景気動向指数（CI一致指数）の推移

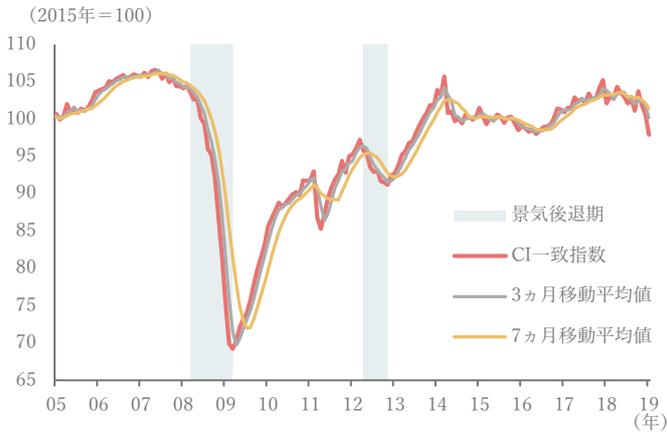


図3：設備投資計画の推移

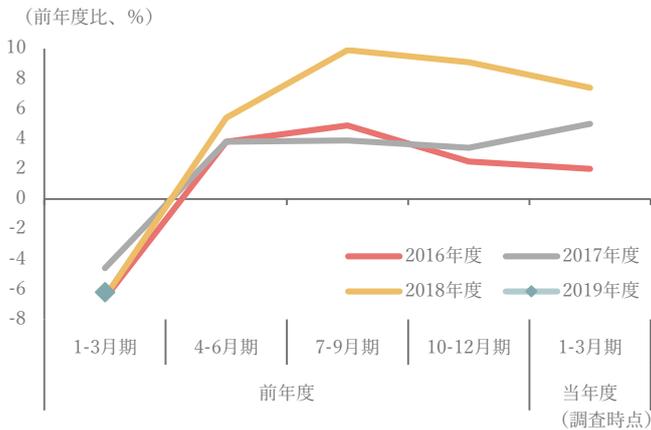
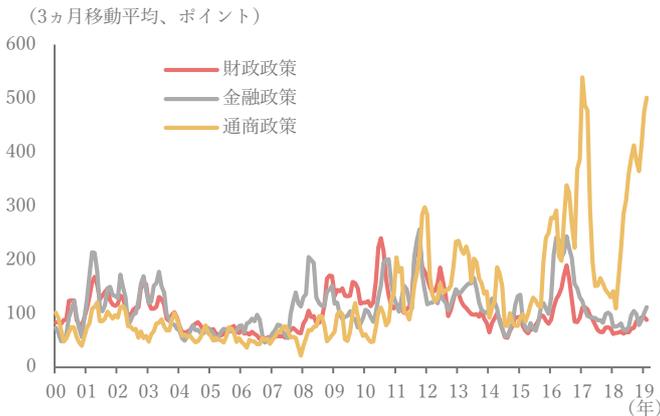


図5：政策不確実性指数



出所

図1：CEIC、内閣府

図2：CEIC

図3：財務省

図4：IHS Markit、CEIC

図5：Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, and Ikuo Saito, "Policy Uncertainty in Japan," Working paper, April 2017

図6：米連邦準備制度理事会（FRB）、日本銀行、各種報道

図2：雇用・所得環境



図4：グローバル景況感と実質輸出

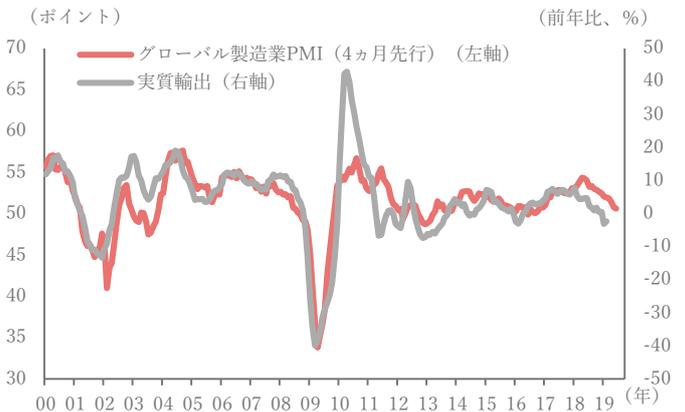


図6：政治日程等と金融政策決定会合

	米国	日本	
	FOMC	政治日程	金融政策決定会合
4月	30日-5月1日	7,21日：統一地方選 27日-5月6日：大型連休	24-25日※展望レポート 金融システムレポート
5月		1日：改元	
6月	18-19日※見通し公表		19-20日
7月	30-31日	月中：参議院選?	29-30日※展望レポート
9月	17-18日※見通し公表		18-19日
10月	29-30日	1日：消費増税	30-31日※展望レポート 金融システムレポート
12月	10-11日※見通し公表		18-19日

# 中国

## 刺激策によって景気は安定に向かうが、大幅加速は見込みにくい

### 景気刺激策は外需の悪影響を相殺し、景気は安定に向かう

2018年の実質GDP成長率は6.6%と政府目標の6.5%を上回った。しかし、年初には高水準にあった製造業PMIは年間を通じて鈍化し、年末には50を割り込んだ。景気鈍化を引き起こしたのは、金融・財政リスク抑制に向けた政策引き締めと、米中貿易摩擦等に起因する外需の落ち込みだ。

政府は2018年後半に金融・財政政策を緩和方向に転じ、景気の下支えに注力し始めた。財政面では、地方特別目的債の発行加速を通じてインフラ投資の挺入れを図るとともに、企業や家計向け減税を実施した。政府はこれらの施策を2019年も拡大させる方針を打ち出している。金融面では、流動性の供給や銀行の資金調達コスト引き下げを通じて貸出金利を低下させている。また、政府は金融緩和策の経済への波及を阻害してきた銀行の資本不足の問題や、民間・小規模企業の資金繰り難などの構造問題も重視している。規制緩和や金

融機関への窓口指導を通じて、これらの対策に取り組むだろう。中国経済は今後安定化へ向かうだろう。

外需環境は引き続き中国景気の重石となる見込みだ。世界的な需要鈍化に加えて、貿易摩擦問題も残るためだ。ここ数ヶ月で米中通商交渉は進展したと見られ、今後開催が見込まれる米中首脳会談を経て両国は何らかの合意に達するだろう。これに伴い、予定されていた2,000億米ドル相当の輸出に対する追加関税引き上げは避けられる公算が高い。しかし、技術移転、知的財産権保護、国営企業に対する補助金など、様々な構造問題について本格的な合意に至るのは依然難しいと見られる。合意が部分的なものに止まれば、すでに課されている追加関税は維持されるうえ、今後の米中協議に対する不透明感は残る。こうした環境は引き続き企業活動の重石となろう。

### 政府は、景気の見通し次第で刺激策の規模を調整する可能性がある

外需減速を景気刺激策による内需拡大が緩和する形で、中国景気は安定化に向かおう。ただし、政府は同時に財政・金融リスクの抑制も政策目標として掲げている。景気刺激策の規模は過去に比べて抑制的となる見込みだ。経済成長率水準はさらに低下するだろう。

米中が通商交渉で包括的合意に至り、既に賦課された追加関税も撤廃されることとなれば、中国景気には上振れリスクが生じる。しかし、その場合、中国政府は財政・金融リスク抑制を優先し、景気刺激策の規模を削減する可能性がある。一方、2020年までの10年間でGDPを2倍にするとした政策目標に必要な平均6.1-6.2%程度の経済成長率を割り込むリスクが高まれば、政府は景気刺激策を拡大するだろう。結果として、短期的な変動はあっても、成長率の上振れ・下振れリスクは低いだろう。

#### 中国経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	6.9	6.6	6.1	6.1
小売売上	10.5	9.0	8.5	8.3
固定資本投資	6.3	6.1	6.0	5.9
輸出	7.9	9.9	-0.6	2.2
輸入	16.1	15.8	1.2	2.5
消費者物価	1.6	2.1	1.8	1.8
同コア	2.2	1.9	2.0	1.9
経常収支 (GDP比)	1.3	0.5	0.2	-0.1
社会融資総量	15.0	12.1	11.1	10.5
7日物レポレート	2.80	2.70	2.40	2.10

\*単位はいずれも%。各項目は前年比。7日物レポレートは期中平均値。

(出所) 野村アセットマネジメント

図1：産業別のGDP成長率寄与度

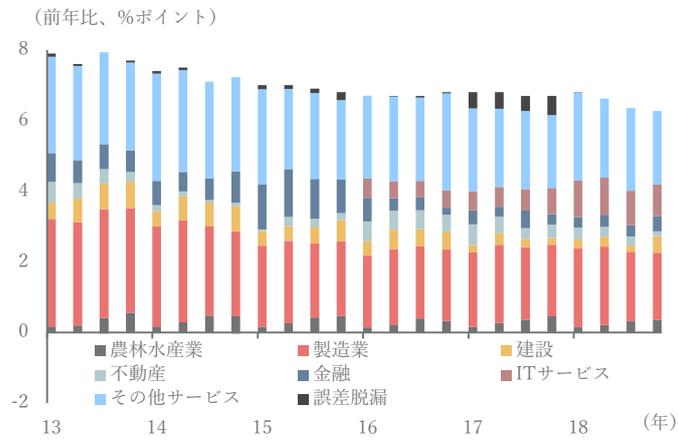


図2：製造業・購買担当者景気指数（PMI）

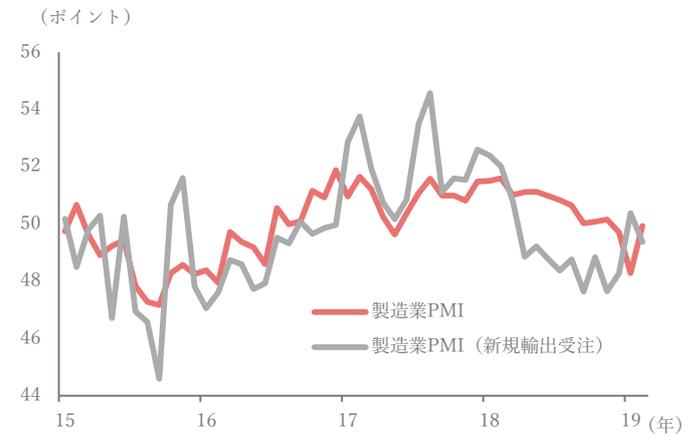


図3：セクター別の固定資本投資

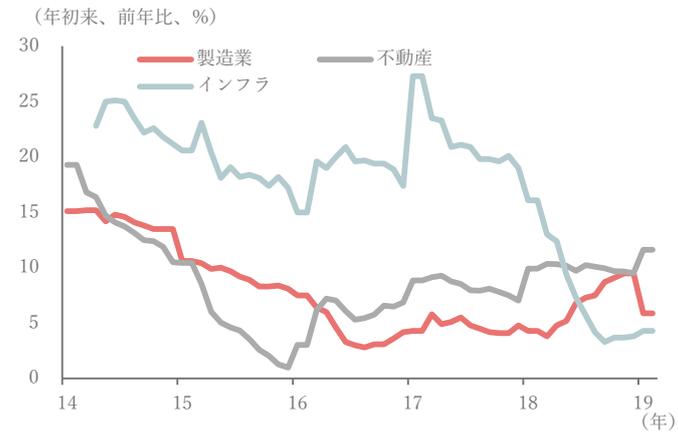


図4：社会融資総量

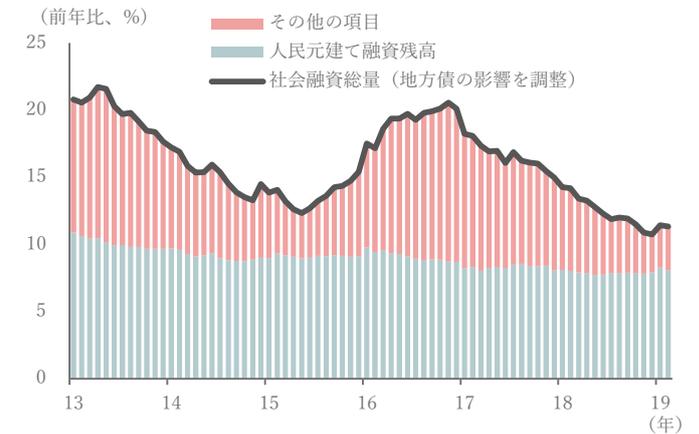


図5：銀行間市場金利

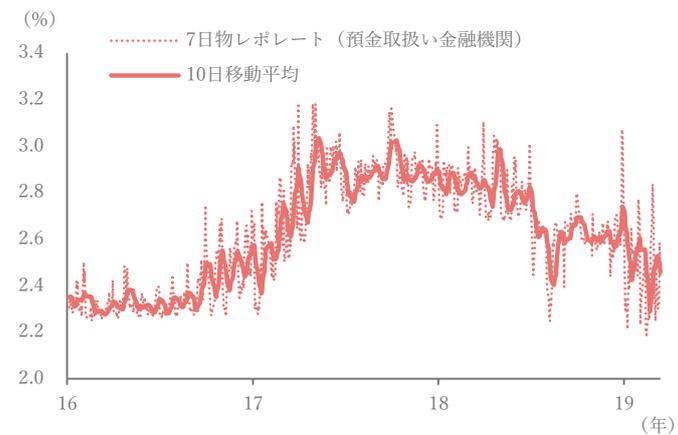
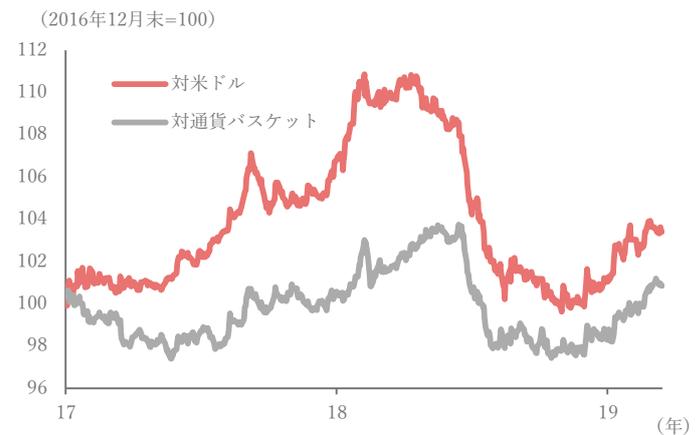


図6：人民元の推移



出所

- 図1：CEIC
- 図2：IHS Markit
- 図3：CEIC
- 図4：CEIC
- 図5：Bloomberg
- 図6：Bloomberg

## Box2:中国の景気刺激策

中国景気の減速感が強まる中、中国政府の景気刺激策への注目が高まっている。政府は2017年以降、金融・財政リスクの抑制に向け、引き締めの金融・財政政策運営を行ってきた。しかし、金融規制強化の影響を受けた信用鈍化や、地方政府債務管理強化に伴うインフラ投資減速を受け、政府は2018年後半に金融・財政政策を緩和方向に転じ、景気安定化に注力し始めた。米中の通商問題などを背景に中国景気の先行き不透明感が高まる中、中国政府は2019年も景気安定を重視し、刺激策をより強めていくと見られる。

政府は、3月に行われた全国人民代表大会で、2019年の成長率目標を、前年の6.5%から6.0-6.5%に引き下げた。一方、目標の達成には積極的な財政政策が必要として、増徴税・社会保険料率の引き下げによる企業負担の軽減策を打ち出した。加えて、地方特別目的債の発行を一段と増やし、インフラ投資を拡大する方針だ。金融政策は、流動性供給や金利引き下げを続けるほか、民営企業や中小企業の資金繰り難などの構造問題にも取り組むとしている。政策が一段と緩和されることで、中国景気は安定化に向かうだろう。しかし、今回の景気刺激策は、過去に見られた大型対策に比べれば抑制的だ。

実際、2019年の財政赤字目標の拡大幅は金融市場の予想よりも小幅にとどまった。政府は、財政赤字の拡大幅を「適度」な幅にとどめたことについて、今後生じ

うるリスクに対処する政策余地を残すためとしている。政府が将来の政策余地に言及したのは、財政赤字に算入されない予算外の資金調達も含めた広義財政赤字の水準がすでに高いことが理由だろう。2012年や2015年の財政拡大局面では、広義財政赤字はそれぞれ対GDP比6%、8%程度であったが、2016年以降は同10%以上で高止まりしている。今回、増徴対象となった地方特別目的債も予算外の調達手段の一つで、調達額は2018年の対GDP比1.5%程度から同2.2%程度まで拡大する。その他の資金調達規模が大きく変わらなければ、広義財政赤字は過去最高水準程度まで拡大する見込みだ。将来的に財政拡張の必要が再度生じた場合、この水準から赤字を拡大するのはより難しくなる。

金融政策についても、緩和と引締めを適度にするとし、金融リスク抑制の方針自体は降ろしてはいない。政府は今年度の主要経済目標として、債務総額の対GDP比を基本的に安定させ、金融・財政リスクを効果的に防止・抑制することを掲げている。加えて、マネーサプライや社会融資総量の伸び率と名目GDP成長率が釣り合うようにするとし、流動性の「バラマキ」を否定した。社会融資総量の伸びは、長年にわたって名目成長率を上回って推移してきた。今後、名目成長率の減速が見込まれる中、社会融資総量の伸びがこれと大きくかい離しないのであれば、信用の押し上げは過去に比べ限定的にとどまろう。

図1：2019年の主要経済目標

	2019年目標	2018年目標	2018年実績
実質GDP成長率 (前年比、%)	6.0-6.5	6.5	6.6
消費者物価上昇率 (前年比、%)	3.0	3.0	2.1
都市部雇用創出 (万人)	1,100	1,100	1,361
財政赤字 (対GDP比)	2.8	2.6	4.2
地方特別目的債の 発行枠(兆元)	2.15	1.35	-
M2(前年比、%)	名目GDP成長 率程度	昨年の実質伸 び率を維持	8.1
社会融資総量 (前年比、%)			9.8

出所

図1：CEIC、各種報道等

図2：各種報道等

図2：政府活動報告で示された政策のポイント

財政政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>増徴税(VAT)引き下げ：16%の区分(製造業など)を13%へ、10%の区分(交通運輸業・建設業など)を9%へ引き下げ</li> <li>社会保険料の引き下げ：各地方政府に、保険料率(企業負担分)を現行の19-20%から最低16%まで引き下げることを認める</li> <li>地方特別目的債の発行枠：地方特別目的債の発行枠を2018年の1.35兆元から、2.15兆元に拡大</li> </ul>
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>M2・社会融資総量の伸び率と名目GDP成長率が釣り合うようにして、経済の動きを合理的に保つ。</li> <li>金融政策の波及ルート円滑化に向け、金利の市場化改革を深化し、実質金利の水準を引き下げる</li> <li>民営企業や小規模・零細企業の資金繰り難・資金調達コスト高緩和に向け、預金準備率や金利などの量的・価格的手段を活用する。</li> <li>国有大型商業銀行の小規模・零細企業向け融資を30%以上増やす。</li> </ul>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフラプロジェクトの途中放棄を禁じる</li> <li>電力料金や道路料金など企業関連料金を引き下げる</li> </ul>

不動産政策も過去とは異なる。不動産セクターは直接・間接的に経済の2割程度を占めることから、過去の政策緩和局面でも景気浮揚に重要な役割を果たしてきた。しかし、財政・金融政策とは異なり、不動産政策は現時点で引き締められたままだ。今後、不動産政策が緩和に向かうかは、住宅価格次第だ。現在、政府は住宅価格の高止まりを懸念しているため、不動産政策が全面的に緩和される可能性は低い。しかし、住宅価格動向は都市によっても異なるため、住宅バブル懸念が後退した都市から規制が緩和される可能性は高い。政府は、景気安定と債務抑制を同時に目標として掲げているが、これを両立するのは難しい。景気鈍化懸念

が高まる中、政策の重点は債務抑制から景気安定に傾いている。一方、政府は景気の減速自体は容認している。今年の成長目標に加えて、2020年までの10年間でGDPを2倍にするという目標達成に必要な今後2年間の成長率は平均6.1-6.2%程度であり、2018年の6.6%からは減速の余地がある。成長率がこれよりも下振れするリスクが生じれば、政府は一時的に債務抑制の目標を棚上げしてでも、景気刺激策を強めるだろう。逆に、米中通商交渉の進展などをきっかけに、景気の上振れリスクが生じれば、刺激策の規模を調整する可能性もある。中国の景気は「安定」しても、過去のように大幅に「加速」することは見込みにくい。

図3：広義財政収支



図5：社会融資総量の伸び率と名目GDP成長率

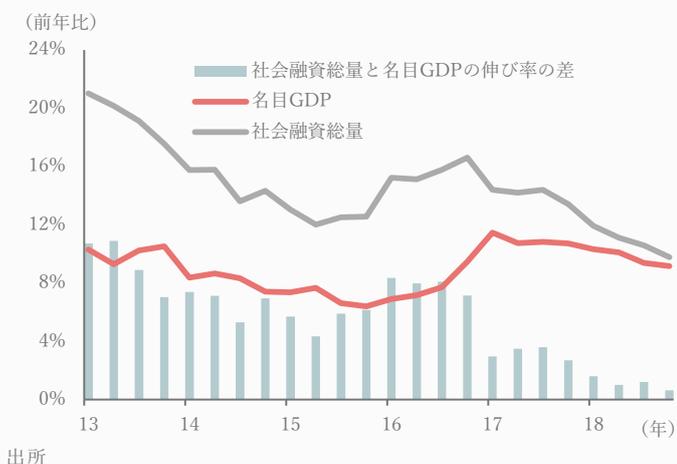


図3：CEIC  
 図4：IHS Markit, CEIC  
 図5：CEIC  
 図6：IHS Markit, Bloomberg

図4：広義財政収支変化と製造業PMI

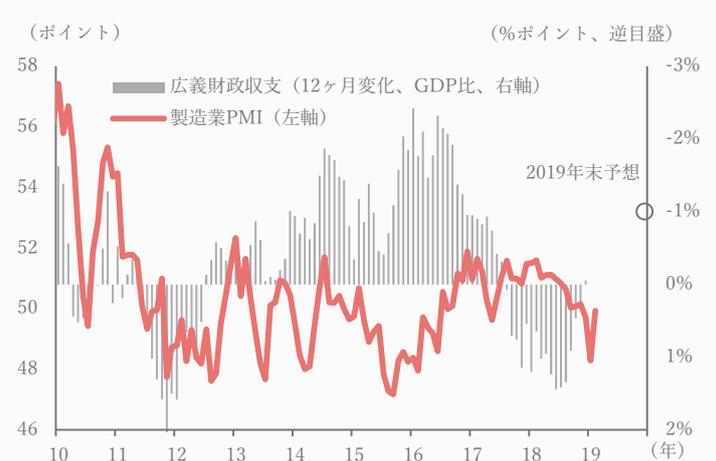
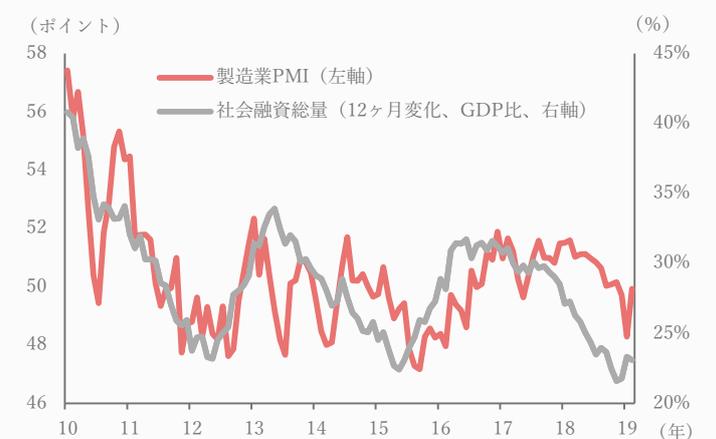


図6：社会融資総量と製造業PMI



# 新興国

## 外部環境の変化に伴い、国・地域の景況感格差は広がりやすい

### 外部環境は好転しつつあるが、その影響は国によって異なる

2018年の新興国の経済成長率は好調だった2017年から概ね横ばいとなったが、年初の高成長から、年末には潜在成長率を下回る水準まで鈍化した。景気鈍化を引き起こしたのは、米国の金融政策引き締めとそれに伴う米ドル高だ。多くの新興国は通貨防衛や資本流出圧力緩和のため、金融政策の引き締めに余儀なくされ、これが国内景気を冷やした。中国やユーロ圏の景気減速が外需環境を悪化させたことも一段の重石となった。

新興国の金融政策は、米連邦準備制度理事会（FRB）の引き締め姿勢転換に伴い、緩和に向かおう。米国の利上げ姿勢後退は、経常赤字国により大きな恩恵を与える可能性が高い。昨年、通貨安や資金流出を背景に金融政策の引き締めに迫られた国の多くは経常赤字国であったため、今後金融緩和に転じる余地が大きいからだ。すでに、インドは2月に金融政策の方向性を「引き締め」から「中立」へ変更

し、利下げを実施した。為替が安定すれば、メキシコやインドネシア、フィリピンも年内に利下げに転じるだろう。他方、多くの経常黒字国では、過去数年にわたって政策金利を低水準に維持してきたことから、追加的な金融緩和余地は限定的だ。むしろ、これらの中央銀行は将来的に金融安定性が損なわれることを懸念している。

外需環境に起因する強い成長下押し圧力は、中国景気が安定化すれば、一定程度緩和するだろう。しかし、米欧など主要先進国の成長率が低下する中、外需は引き続き景気の重石となるだろう。経済の対外開放度が高い国や、中国を中心としたサプライチェーンに組み込まれているアジア諸国は、世界景気や貿易環境の変化に影響を受けやすい。一方、外需依存度の低いインドやブラジルは国内需要がより重要であるため、外需環境の影響は限定的にとどまるだろう。

### 政治動向は引き続き注視が必要

今後、新興国の景況感格差は拡大しやすいだろう。外需環境は最悪期を脱しつつあるが、その影響は個別の国・地域によって異なるためだ。

各国の政治動向も注視が必要だ。2019年前半には、トルコ、インドネシア、インド、南アフリカなど多くの新興国で重要選挙が相次ぐ。また、ブラジル、メキシコでは昨年の選挙で誕生した新政権の動向が注目される。特に、ブラジルでは財政再建に不可欠な年金改革法案の動向が、メキシコでは新政権による国営企業Pemex支援を巡る政策方針が重要だ。ロシアでは、引き続き米国の制裁強化が大きなリスクとなっている。政治的不確実性を背景に資本流出懸念が再燃すれば、金融環境の引き締めを通じてそれぞれの国の景気下振れリスクにつながろう。

### 新興国経済見通し

		2017	2018	2019	2020
			予測	予測	予測
実質GDP	インド	6.3	7.4	7.2	7.3
(前年比、%)	インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
	ブラジル	1.1	1.1	2.1	2.3
	メキシコ	2.0	2.0	1.6	1.7
	ロシア	1.5	1.7	1.5	1.7
	トルコ	6.7	2.6	-0.8	1.8
消費者物価	インド	3.3	3.9	3.5	4.0
(前年比、%)	インドネシア	3.8	3.2	3.3	3.5
	ブラジル	3.4	3.7	3.8	4.1
	メキシコ	6.0	4.9	3.8	3.4
	ロシア	3.7	2.9	4.7	3.9
	トルコ	11.1	16.3	18.2	14.8
経常収支	インド	-1.6	-2.5	-2.5	-2.3
(GDP比、%)	インドネシア	-1.7	-3.1	-2.5	-2.4
	ブラジル	-0.5	-1.0	-1.3	-1.5
	メキシコ	-1.7	-1.4	-1.7	-1.8
	ロシア	2.5	7.3	5.2	4.4
	トルコ	-5.2	-4.5	-2.5	-2.7

(出所) 野村アセットマネジメント

図1：新興国経済活動指数



図3：新興国の実質金利

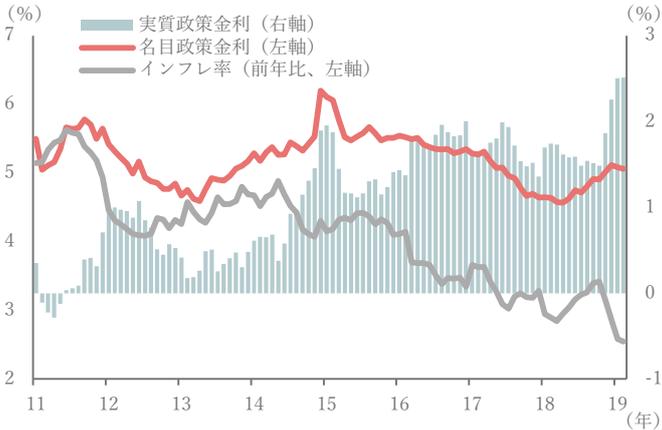
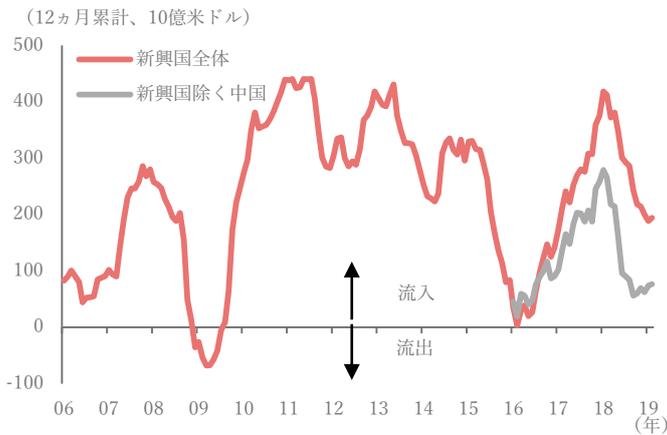


図5：新興国への資金フロー



出所

- 図1：国際金融協会 (IIF)
- 図2：IHS Markit
- 図3：Bloomberg
- 図4：Bloomberg
- 図5：IIF
- 図6：国際決済銀行 (BIS)

図2：製造業PMIヒートマップ

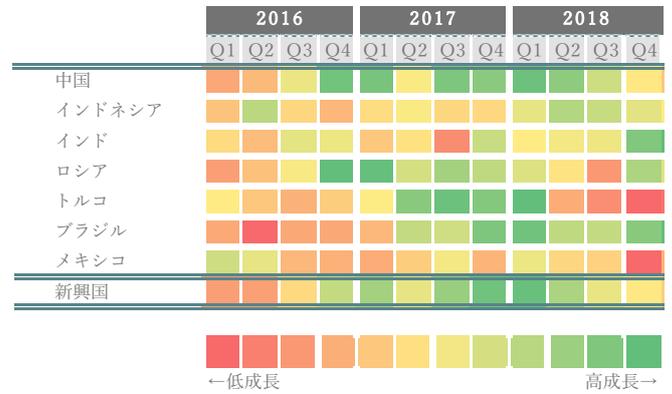


図4：新興国政策金利水準（標準化）の比較

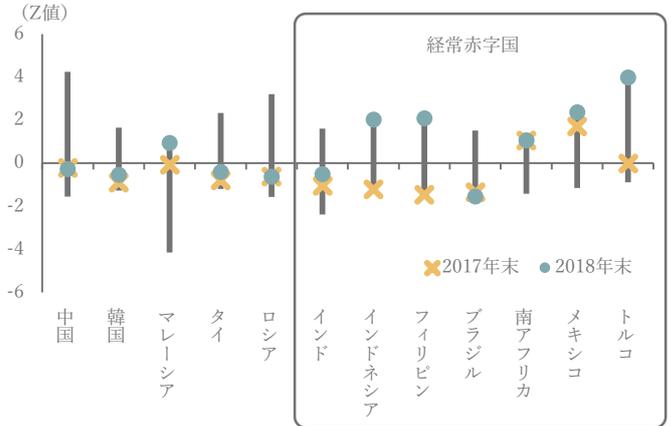
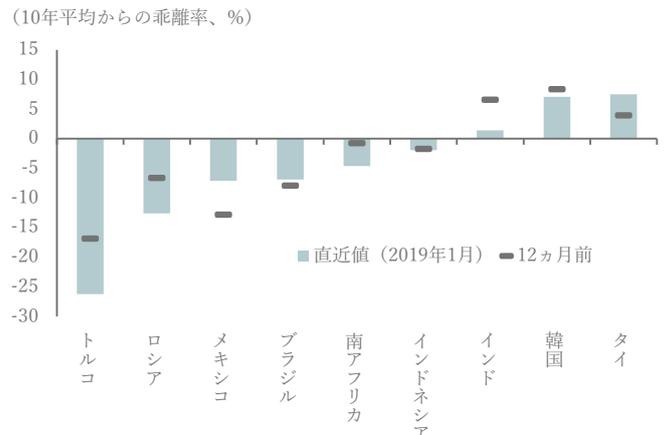


図6：新興国の実質実効為替レート



## Box3: 2019年の新興国の選挙と政治情勢

新興国では、2019年前半に重要な選挙が行われる。具体的には、トルコ地方選挙（3月）、インドネシア大統領選挙・議会選挙（4月）、インド総選挙（4月-5月）、南アフリカ総選挙（5月）だ。いずれも今後の政策に大きな影響を与えうる選挙であり、金融市場のボラティリティの高まりが想定される。以下、それぞれの選挙につき、注目点等をまとめた。

### トルコ：地方選挙後の経済政策の方向性に注目

トルコでは、3月、5年に1度の統一地方選挙が行われる。選挙では1,300を超える自治体の長および地方議員が選出されるが、特に三大都市（イスタンブール、アンカラ、イズミル）の動向が注目される。複数の世論調査は、昨年の通貨急落に伴う景気の急減速や高インフレを背景に、与党・公正発展党（AKP）の支持が低下していることを示唆している。三大都市のうちイズミルは野党・共和人民党（CHP）が引き続き勝利する見込みだが、現在AKPが市長を輩出しているイスタンブールやアンカラは接戦となる見込みだ。AKPは長年にわたってイスタンブール・アンカラを掌握してきており、エルドアン大統領もイスタンブール市長を務めた経験がある。AKPがこうした象徴的な都市で敗北すれば、エルドアン大統領の求心力低下につながると見られる。

選挙結果と関連して重要なのは、選挙後に政府が経済政策の重点を、景気拡張から経済安定に転じるかという点だ。地方選挙が終われば、2023年の大統領・議会選挙までトルコでは大きな選挙がない。そのため、政府にとっては景気減速を受け入れつつ、高騰するインフレ率の引き下げや、経済の構造改革に着手する好機となる。しかし、選挙でAKPの支持率低下が明確となり、エルドアン大統領の求心力が失われれば、足元の景気拡張策を継続せざるを得なくなるとの恐れがある。また、支持率の回復を狙って、対外的に強硬姿勢を採ることなどで地政学的な緊張を高める可能性もある。選挙結果とともに、選挙後に政府の政策転換が生じるか見極めていく必要がある。

### インドネシア：現職ジョコウィ大統領がリード

インドネシアでは、4月に大統領選挙および議会選挙が予定されている。大統領選挙は、現職のジョコ・ウィドド（ジョコウィ）大統領と野党のプラボウォ・スビアント氏が争う前回の2014年選挙と同様の構図となっている。事前の世論調査では、ジョコウィ大統領が20%程度の差をつけてリードしており、再選されるとの見方が優勢だ。議会選挙でもジョコウィ大統領を支持する与党連合が過半数を維持すると見られている。ジョコウィ陣営優位の背景には、大統領自身の人気が高いことに加えて、ここ数年で安定的な経済成長とインフレ率の抑制の両立に成功してきたことがある。また、ジョコウィ大統領はイスラム教徒が大半を占める同国において、少数派に寛容すぎるとの批判を受けることもあったが、副大統領候補にイスラム学会議の議長を選ぶなど、野党が宗教面から攻撃する余地も与えていない。

世論調査通りジョコウィ大統領続投となれば、インドネシアの金融市場にとっては好材料だ。労働市場や税制などの構造面での改革期待が高まれば、海外からの投資資金流入は続くだろう。資金流出懸念が後退し、経常赤字削減に向けた政策効果が現れはじめれば、インドネシア中央銀行が利下げを検討する余地も生まれる。また、原油高を受けて昨年再導入した燃料補助金を再び廃止するかも注目される。補助金の廃止は、インフラ支出のための財政余地を生むだろう。

しかし、世論調査は参考程度にしかならない。前回2014年の選挙時も、当初はジョコウィ氏がリードしていたものの、プラボウォ氏が直前で大きく追い上げ、最終的な結果は僅差となった経験がある。仮に、プラボウォ氏が勝利した場合は、資源権益の国有化等の措置を講じる可能性が指摘されている。金融市場は警戒的に受け止めるだろう。もっとも、プラボウォ氏も副大統領候補に若手実業家のサンディアガ・ウノ氏を選び、産業界に理解を示す姿勢を強調している。インフラ投資の拡大や公益企業の収益性強化など一部の公約はジョコウィ氏とも重複しているため、政策の詳細等を見極めていく必要がある。

## インド：選挙情勢は不透明感を増している

インドでは、4月から5月にかけて総選挙が予定され、下院545議席のうち大統領指名の2議席を除く543議席が改選される。投票は7回に分けて実施され、開票結果は5月中旬に発表される予定だ。選挙戦は、モディ首相のインド人民党（BJP）が主導する国民民主同盟（NDA）とインド国民会議派（INC）が主導する統一進歩同盟（UPA）の二大政党連合が対決する構図になっている。

昨年末の州議会選で敗北を喫するなど、BJPの支持は後退している。農産物価格下落により農村部の所得環境が悪化していることや、雇用対策が遅れていることに加えて、原油高によって国民全体の生活コストも上昇していることが、BJP失速の大きな要因だ。世論調査では、BJPおよびNDAは依然リードしているものの、BJPは前回2014年選挙に獲得した単独過半数（下院過半数273に対して282を獲得）から大きく議席を減らすことが見込まれている。

BJPが議席を減らしつつも、NDAが多数派を維持してモディ首相が続投となれば、ひとまず金融市場は好感するだろう。BJPは連立する他政党の制約を受けながらも補助金削減、インフラ投資増加、財政健全化の路線を継続するだろう。この結果、海外からの投資資金流入も安定する可能性が高い。しかし、上下院両方の採決を要する土地収用などの構造改革は緩やかなペースでしか進まないだろう。今回の下院選挙でBJPが勝利しても、上院はまだ野党が多数を占めているため、上院は州議会議員による間接選挙によるため、BJPは州議会選挙での勝利を継続的に重ねていく必要がある。

一方、仮にINCが勝利し政権交代となれば、金融市場は懸念を強めるだろう。INCは、全ての貧困層に対し最低所得保障を導入するとの公約を掲げており、財政悪化が見込まれるためだ。しかし、BJPもこの公約に対抗して2019/20年度の暫定予算で財政再建路線を一時棚上げし、農村部支援や中間層向け優遇策を打ち出している。いずれの政党が勝利した場合でも、中期的な財政再建の行方は注視していく必要がある。

## 南アフリカ：構造改革に向けた基盤を固められるか

5月に予定されている南アフリカの総選挙では、下院400議席および州議会議員が選出される。総選挙後、下院は大統領を選出する必要がある。2018年2月に大統領に就任したラマポーザ大統領は、汚職疑惑で退陣したズマ前大統領の任期（2019年5月まで）を引き継いでおり、再選出が必要なためだ。与党・アフリカ民族会議（ANC）は、アパルトヘイト撤廃後の1994年選挙より政権を維持してきており、今回の総選挙でも過半数の確保は確実と見られている。しかし、ズマ前大統領時代に横行した汚職・腐敗を背景にANCの支持率は低下しており、議席を減らす可能性がある。ANCが議席を大幅に減らせば、党内の権力闘争が再燃し、党内のズマ前大統領支持派が汚職撲滅や構造改革の取り組みに抵抗を見せる恐れがある。ラマポーザ大統領が総選挙で明確な勝利をおさめ、構造改革に向けて党内基盤を固められるかがポイントとなろう。

選挙後、ラマポーザ大統領は様々な問題に対処する必要がある。なかでも経営危機に陥っている国営電力会社Eskom救済は喫緊の課題だ。政府は同社に対し、事業再編、コスト削減、経営監視強化を条件に資金援助を数年に分けて行う方針を示している。ただし、資金援助だけでは、Eskomの立て直しには不十分であり、将来的な追加資金援助を避けるためには一部民営化や人件費削減などを通じた効率化が必要だ。しかし、これらに対しては、雇用が失われることを懸念した主要労働組合が反対を表明している。さらに、過去の政権と同社との癒着により、ANC党内にも改革への抵抗勢力は残る。強力な労働組合と政治との癒着を背景とした国営企業の肥大化・非効率性は南アフリカが抱える象徴的な問題であり、選挙後の構造改革の試金石となろう。

# 債券・クレジット市場

米10年債利回りは大きく低下も、追加低下余地は当面限定的

米連邦準備制度理事会が利上げとバランスシート縮小双方を停止する方針を示したことで、金融市場では2019年内の利下げを織り込む動きとなった。これを受けて、米10年債利回りも政策金利と同程度の水準まで低下した。しかし、米国経済は減速し始めているとはいえ、依然として潜在成長率を上回る水準で当面成長を続けると見られ、実際に2019年中に利下げが実施される可能性は低いだろう。利下げが早期に実施されない環境下では、米10年債利回りが政策金利を下回り続けることは想定し難い。これ以上の金利低下余地は限定的だろう。

クレジット市場環境は緩和方向に向っている。年明け以降、主要国中央銀行の金融政策が緩和方向に向い始めたことを受けて、リスク資産を取り巻く環境は改善している。2018年末に急速に引き締まった金融環境は緩和に転じた。昨年クレジット環境悪化懸念の主因となった米FRBのバランスシート縮小も、2019年秋までに終了することが決定されている。クレジット・スプレッドが急拡大するリスクは当面回避されたとと言えるだろう。今後は、こうした市場環境の改善が銀行貸出態度の改善に繋がり、实体经济を下支えするか否かが注目されよう。

新興国債券市場は、低位に留まる先進国金利環境に支えられるだろう。昨年の先進国金利上昇に伴う一部新興国の利上げはほぼ終了し、今後は多くの国で徐々に金融緩和が実施されてくる見込みだ。特に、ロシアやインドネシア、メキシコ、フィリピンなどは、経済ファンダメンタルズが健全な中で利下げが実施されてくることが見込まれる。世界景気の減速がリスクセンチメントの目立った悪化を生じさせることがなければ、新興国への資本流入も徐々に安定に向かうと見られる。これも新興国債券市場を支える要因となるだろう。

図1：米国の利上げ織り込みと10年国債利回り

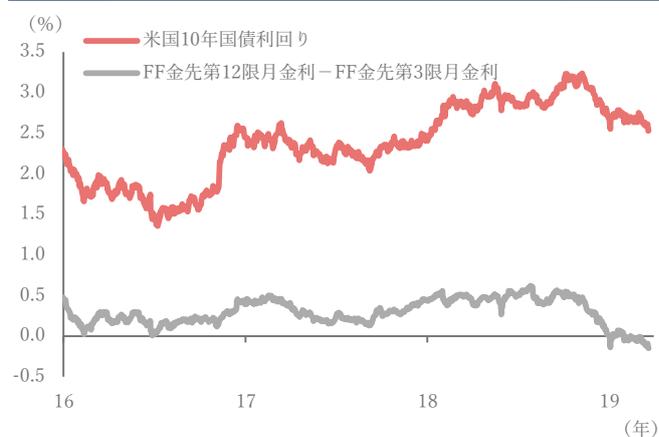


図2：銀行貸出態度と金融環境指数

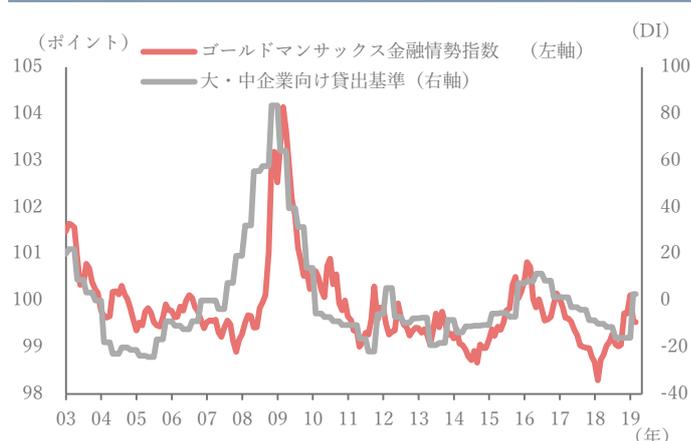
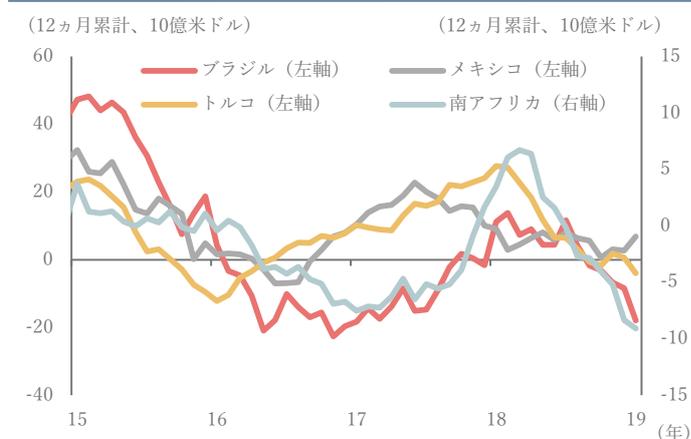


図3：新興国への資金フロー



出所

図1：Bloomberg  
図2：Bloomberg  
図3：国際金融協会（IIF）

# 株式市場

企業業績の下方修正は概ね進んだが、本格反発はまだ見込みにくい

米国株式市場は年初来反発に転じたが、持続的な上昇相場は未だ見込み難く、当面はレンジ相場となるだろう。米S&P500種企業全体の2019年の増益予想は、賃金上昇率の高まりなどによる利益率縮小を織り込んで前年比4%増程度まで下方修正されてきた。足元の株価水準は、この増益予想とほぼ整合的だ。一方、この業績予想は年後半にかけて収益が改善することが想定されているため、米国景気の日立った持ち直しがなければ、一段の下方修正リスクが高まる。2020年に向けて企業業績の改善が見込まれるまで、市場全体での本格上昇は見込み難いだろう。レンジ相場の下では、個別企業単位の銘柄選択が重要な局面が続くだろう。

日本企業の増益率も、米国同様にほぼ横ばい圏での伸び率が想定されている。背景には、売上の伸びの鈍化に加えて、人件費含めた固定費負担の増加がある。米連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締め姿勢の転換が円高につながるようだと、これが追加的な重石になることで減益となる可能性もあろう。こうした中、ガバナンスの改善、株主還元率の上昇トレンドは全体として継続している。こうした観点は、個別企業選別においても重要な要素であり続けるだろう。

新興国株式市場の緩やかな改善は続くだろう。米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ停止を始めた先進国の金融引き締め姿勢の後退は、新興国市場にとって追い風だ。2018年中に利上げを余儀なくされた新興国には、徐々に利下げ余地が生じ始めている。今後、段階的に利下げが実施されれば、新興国の景気回復期待は高まるだろう。また、新興国の政治的不透明感も払拭されてゆく見込みだ。2019年前半には、タイ、トルコ、インドネシア、インド、南アフリカなどで重要な選挙が相次ぐ。これらの政治日程を終えてゆく中で、新興国を巡る不確実性は低下するだろう。

図1：各市場の利益見通し



図2：米国の雇用コスト調整後成長率と企業業績

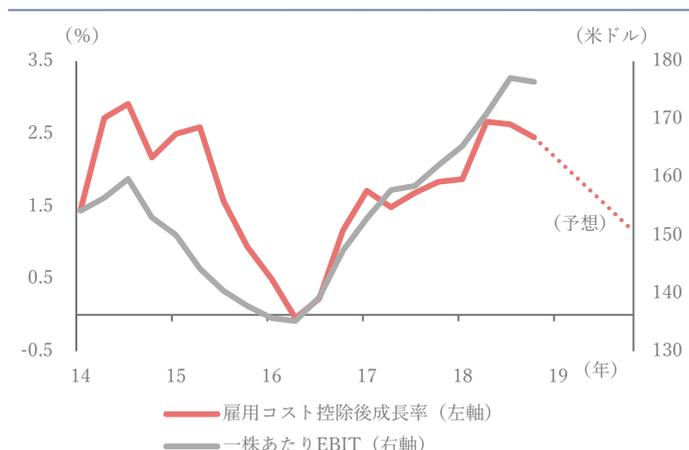
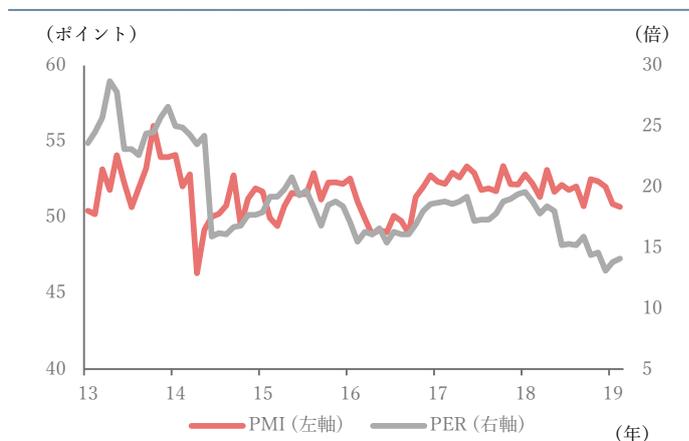


図3：日本の景況感とバリュエーション



出所

図1：Bloomberg、野村アセットマネジメント

図2：CEIC、コンセンサス・フォーキャスト、Bloomberg、野村アセットマネジメント

図3：IHS Markit、日本取引所グループ

# 為替市場

## 米国と他国の景況感格差が残る中、米ドルは当面高止まり

世界的に金利低下が進みながらも、為替市場は年初来安定した動きを続けている。米国では金融市場が利下げを織り込む中で短期金利は一段低下したものの、米ドルは底堅い推移を続けた。背景には、米国とその他の国・地域の景況感格差が依然として残ることに加えて、米金利水準が他国・地域に比べると高水準にあることが挙げられるだろう。米国の政策転換が進むと同時に、景気減速が続くユーロ圏に加えてカナダや豪州の中央銀行も緩和姿勢を強めた結果、米国とその他の国の相対的な金融政策格差はさほど変化していない。また、主要国の金利水準が歴史的な低水準に留まる中では米ドルへの投資資金流入は続きやすい。米ドルは、当面底堅く推移するだろう。

政治リスクが燻り続けているユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）の政策を巡る先行き不透明感から金利の先高観が生じている。背景には、ECBの追加金融緩和余地や10月に任期を迎えるドラギ総裁後任人事などへの懸念がある。この結果、ユーロは、域内景気の弱さに比して割高と見られる水準に留まっている。こうした懸念が徐々に払拭されるに伴いユーロは対米ドルで一段の調整を余儀なくされるだろう。一方、日本円は、割安水準にあるうえ、追加金融緩和余地が一層限定的なこともあり、対米ドルで緩やかに上昇に転じるだろう。

新興国通貨は、中国の本格的な成長の持ち直しが見られるまでは選択的な局面となるだろう。南アフリカでは、大統領が選挙後に信頼性の高い構造改革案を提示することで格下げを回避できれば、ランドの上昇が期待できるだろう。一方、トルコでは、外貨準備の減少が続き、昨年後半以降続いてきた当局による為替安定化策に手詰まり感が見られ始めている。財政・金融引き締めを通じた抜本的な策が講じられない中では、リラの下落圧力は残り、変動性も再び高まるだろう。

図1：米ドル指数と主要国の金利水準



図2：実質実効為替レートの長期平均からの乖離

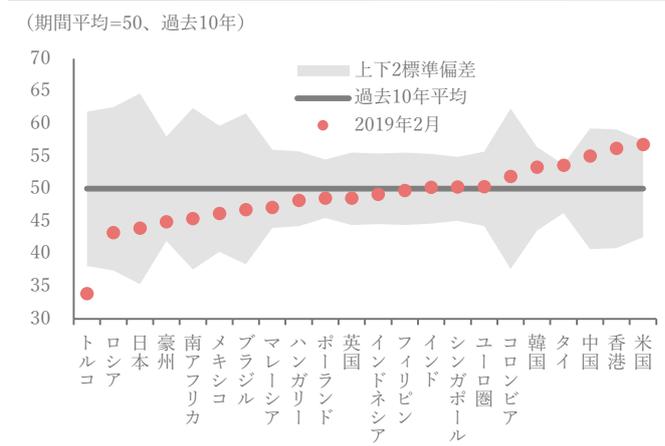


図3：新興国通貨の想定変動率



出所

- 図1：Bloomberg
- 図2：国際決済銀行（BIS）
- 図3：Bloomberg

## 米国経済見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
	予測											
実質GDP	1.1	2.6	2.3	2.3	1.8	1.8	2.0	1.9	2.2	2.9	2.4	2.0
個人消費	1.2	3.2	2.5	2.3	2.1	2.1	2.2	2.2	2.5	2.6	2.5	2.3
住宅投資	-2.8	1.3	3.4	2.0	2.0	2.6	3.3	3.3	3.3	-0.2	-1.1	2.5
設備投資	2.1	0.8	1.9	2.4	1.4	1.5	1.5	1.2	5.3	7.0	3.0	1.6
政府支出	1.1	2.5	1.6	1.4	1.2	0.9	0.9	0.9	-0.1	1.5	1.6	1.3
純輸出（寄与度）	0.0	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.2	-0.5	-0.2
消費者物価	1.5	1.8	1.8	1.9	2.4	1.9	1.9	1.9	2.1	2.4	1.8	2.0
同コア	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0	1.8	2.1	2.2	2.1
経常収支（GDP比）	-2.4	-2.4	-2.5	-2.5	-2.5	-2.4	-2.4	-2.4	-2.3	-2.3	-2.5	-2.4
失業率	3.9	3.9	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.3	4.4	3.9	3.9	4.2
FF誘導目標上限	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	1.50	2.50	2.50	2.25

\* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。  
(出所) 野村アセットマネジメント

## ユーロ圏経済見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
	予測											
実質GDP	1.5	1.7	1.7	1.5	0.9	0.8	0.6	0.5	2.5	1.8	1.3	1.1
個人消費	1.1	1.5	1.5	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0	1.7	1.3	1.1	1.2
住宅・設備投資	2.2	2.6	1.0	0.8	0.1	0.0	-1.0	-1.5	2.9	3.1	2.4	0.3
政府消費	1.4	1.4	1.7	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	1.2	1.0	1.6	1.5
純輸出（寄与度）	0.1	0.0	0.3	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.8	0.2	0.0	0.2
消費者物価	1.4	1.2	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0	1.5	1.8	1.2	1.1
同コア	1.1	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1
経常収支（GDP比）	3.3	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.2	3.0	3.3	3.4
失業率	7.8	7.7	7.8	7.9	8.0	8.1	8.2	8.4	9.1	8.2	7.8	8.2
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40

\* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。  
(出所) 野村アセットマネジメント

## 日本経済見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
	予測											
実質GDP	0.2	1.2	1.2	-1.6	0.8	1.0	0.7	0.5	1.9	0.8	0.5	0.4
個人消費	0.8	1.3	3.0	-4.9	0.5	0.8	0.5	0.7	1.1	0.4	0.9	-0.1
住宅投資	-1.0	2.0	4.0	-20.0	-15.0	5.0	5.0	2.0	2.1	-5.7	-0.1	-5.8
設備投資	-3.4	1.7	1.0	0.3	0.7	0.2	0.4	0.0	3.9	3.9	0.9	0.6
政府消費	1.8	1.2	1.0	1.5	2.0	0.8	0.7	0.5	0.3	0.8	1.6	1.2
政府投資	2.5	3.0	3.0	5.0	7.0	1.0	2.0	1.0	0.7	-3.2	-0.8	3.7
純輸出（寄与度）	0.2	0.2	-0.8	1.6	0.2	0.2	0.2	0.1	0.6	0.0	-0.3	0.3
消費者物価（コア）	0.8	0.6	0.5	0.7	0.8	0.7	0.6	0.4	0.5	0.8	0.6	0.6
失業率	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.8	2.4	2.4	2.3
政策金利残高付利金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

\* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

## 中国経済見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
	予測											
実質GDP	6.2	6.0	6.1	6.3	6.3	6.2	6.0	5.9	6.9	6.6	6.1	6.1
小売売上	8.3	8.5	8.6	8.7	8.4	8.4	8.2	8.2	10.5	9.0	8.5	8.3
固定資本投資	6.0	5.6	6.2	6.2	6.6	6.2	5.8	5.0	6.3	6.1	6.0	5.9
輸出	-3.1	-0.3	0.2	0.5	1.4	2.8	2.2	2.2	7.9	9.9	-0.6	2.2
輸入	-2.6	0.2	3.2	3.5	1.8	3.2	2.5	2.5	16.1	15.8	1.2	2.5
消費者物価	1.8	1.9	1.8	1.8	2.0	1.9	1.7	1.6	1.6	2.1	1.8	1.8
同コア	1.9	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8	2.2	1.9	2.0	1.9
経常収支（GDP比）	-0.9	0.5	-0.1	1.1	-1.1	0.2	-0.3	0.8	1.3	0.5	0.2	-0.1
社会融資総量	11.2	11.0	11.0	11.2	11.0	10.6	10.4	9.8	15.0	12.1	11.1	10.5
7日物レポレート	2.50	2.40	2.40	2.40	2.20	2.00	2.00	2.00	2.80	2.70	2.40	2.10

\*単位はいずれも％。各項目は前年比。7日物レポレートは期中平均値。

（出所）野村アセットマネジメント

## 当資料内で使用したチャートについて

注	
グローバル環境	図1：2019年、2020年予測は当社見通し。 図2：先進国のインフレ率は、米国、ユーロ圏、日本（増税の影響を除く）の食料品・エネルギー価格を除くコアインフレ率の平均。新興国のインフレ率は、中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、トルコ、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコのヘッドライン・インフレ率の平均。
景気循環	図3：直近の経済協力開発機構（OECD）景気先行指数の景気循環上の位置より、過去同じ局面にいた期の6ヵ月先のリスク調整後リターンを資産ごとに算出。リターンがプラスになる確率を基に魅力度を7段階に変換。過去の類似局面は15年分を使用。
各国経済・市場見通し	株価指数につき、S&P500、ユーロ300、TOPIX、MSCI新興国（米ドル）を使用。
米国	図1：2019-2020年の実質GDPはコンセンサス予想に基づく。潜在成長率は米議会予算局（CBO）推計値。 図4：インフレ期待はミシガン大学調査による中期インフレ期待。
ユーロ圏	図2：交渉賃金はHICPインフレ率で実質化している。
日本	図2：名目雇用者所得=名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）。実質雇用者所得は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて算出。2019年1-3月期には1月のデータを表示。 図3：法人企業景気予測調査に基づく。
中国	図1：ITサービスのデータは2016年1-3月期から。それ以前は「その他サービス」に含まれている。 図6：対通貨バスケットの推移は、中国外国為替取引システム（CFETS）が公表する通貨ウェイトを基に野村アセットマネジメントが計算。
Box2	図3：広義財政収支は、インフラ投資や各種財政データを基に野村アセットマネジメントが推計したもの。2019年末の数値は、全人代で示された財政赤字のGDP比0.2%拡大、地方特別目的債の発行8,000億元拡大が実現し、その他の要因が変化しなかったと仮定した場合の水準を示したもの。 図4：広義財政収支および2019年末のデータについては図3と同じものを使用。
新興国	図3：名目政策金利、インフレ率は中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコの平均。 図4：2010年1月～2018年12月における各国の政策金利水準を標準化している。政策金利の変更などに伴い、ロシアは2013年9月、インドネシアは2016年4月以降のデータ。 図5：2018年12月-2019年2月のデータは国際金融協会（IIF）の推計値。
債券・クレジット市場	図3：一部、IIFの推計値を含む。
株式市場	図2：雇用コスト控除後成長率は、名目GDP成長率（前年同期比）から雇用コスト指数を控除したもの。 図3：PERは東証一部上場銘柄の実績PERの加重平均値。
為替市場	図1：米国外主要国は、ドイツ、イギリス、カナダ、オーストラリア、スウェーデン、ノルウェーの平均。

## 当資料で使用しているデータについて

### 当資料で使用した指数

- S&P500株価指数
- MSCI エマージング・マーケット・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）

### 当資料で使用した指数の著作権等

- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード & プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーに帰属しております。
- 「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

## 当資料に関するお知らせ

---

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

# 【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

## ■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

## ■投資信託に係る費用について

2019年4月現在

<p>ご購入時手数料 《上限4.32%（税込み）》</p>	<p>投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。</p>
<p>運用管理費用 （信託報酬） 《上限2.1816% （税込み）》</p>	<p>投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。</p>
<p>信託財産留保額 《上限0.5%》</p>	<p>投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。</p>
<p>その他の費用</p>	<p>上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。</p>

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

## 野村アセットマネジメント

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

加入協会:一般社団法人投資信託協会/

一般社団法人日本投資顧問業協会/

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

# 野村アセットマネジメント

## 拠点ネットワーク

### Europe

- London
- Frankfurt

### Americas

- New York
- NGA
- NCRAM (New York)
- ◆ American Century Investments®

### Japan

- Tokyo
- Wealth Square

### Middle East

- Dubai

### Asia

- Singapore
- Kuala Lumpur
- Hong Kong
- Shanghai
- Seoul
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

### Australia

- Sydney

- Office
- AM Division Affiliates
- Joint Venture
- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.

NGA : Nomura Global Alpha LLC.

# Expertise to Exceed<sup>1</sup>

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。  
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、  
期待のさらにその先へ。

設立

1959年



運用資産残高

52.8兆円



グローバルの陣容

1,432人



※1

世界第5位のETF運用残高

国内シェア 45%



※1

112兆円の  
国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 27.3%

運用調査関連業務従事者の  
平均経験年数

12年<sup>※2</sup>



(出所) 野村アセットマネジメント。2018年9月末時点。

※1: NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。

※2: 2018年9月末時点。野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。

野村アセットマネジメント